

Les Variations du Pouvoir d'achat de l'unité monétaire nationale en France, en Angleterre et en Allemagne du 11 Novembre 1918 au 1^{er} janvier 1922

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Lundi 26 mai 1924 à 4 h. 1/2

PAR

Pierre KOCH

Ingénieur des Ponts et Chaussées
Chevalier de la Légion d'Honneur

Président : M. PERREAU, professeur

*Suffragants. { MM. NOGARO, professeur.
QUALID, chargé de cours.*



BORDEAUX

IMPRIMERIE J. BIERE

18-20-22, Rue du Peugue, 18-20-22

1924

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Les Variations du Pouvoir d'achat

de l'unité monétaire nationale
en France, en Angleterre et en Allemagne
du 11 Novembre 1918 au 1^{er} janvier 1922

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Lundi 26 mai 1924 à 4 h. 1/2

PAR

Pierre KOCH

Ingénieur des Ponts et Chaussées
Chevalier de la Légion d'Honneur

Président : M. PERREAU, professeur

Suffragants { MM. NOGARO, professeur.
OUALID, chargé de cours.



BORDEAUX

IMPRIMERIE J. BIERE

18-20-22, Rue du Peugue, 18-20-22

—
1924



Introduction

Un des aspects les plus frappants des perturbations apportées à l'état économique ancien par la guerre et par ses conséquences est celui de la dépréciation monétaire dans la plupart des grands Etats; des phénomènes de cet ordre, quoique généralement plus réduits en amplitude, avaient déjà été observés à maintes reprises dans certains pays, mais ceux-ci jouaient dans l'économie mondiale un rôle secondaire; ils pouvaient disparaître presque complètement du champ d'activité international ou être mis en tutelle économique sinon politique, plus ou moins nettement, sans que se manifestent d'autres conséquences que des réactions locales. Tout autre est la situation des grands Etats atteints depuis la guerre, tels que la France, l'Angleterre et l'Allemagne; les obstacles paralysant la circulation des richesses à l'intérieur de ces Etats, ainsi qu'entre chacun d'eux et le reste du monde, réagissent durement sur l'ensemble de la production mondiale. Les répercussions de cet état de choses sont aussi générales que les réactions d'autrefois étaient localisées; et les pays qui ne semblent pas directement touchés en souffrent eux-mêmes, dans une proportion quelquefois plus forte que les autres (exemple de la Suisse).

Ces phénomènes ont fait naturellement l'objet de nombreuses recherches et études. Nous n'avons pas eu l'intention de nous immiscer dans les discussions de principe auxquelles elles ont donné lieu.

Nous nous sommes contentés d'y apporter une collaboration modeste par une analyse serrée des phénomènes, dans le cadre d'une période déterminée; nous avons recueilli, autant que possible semaine par semaine, ou tout au moins mois par mois, la cote des principaux éléments qui ont trait à la question : change, prix de gros intérieurs, prix d'importations, inflation; et nous avons fait ressortir les variations de ces cotes à la fois par grandes périodes où s'affirment des mouvements généraux, et par périodes restreintes où se décèlent des oscillations plus ou moins brusques et plus ou moins amples

Ayant ainsi approfondi la physionomie des phénomènes eux-mêmes, nous avons recueilli les événements de tous ordres et les modifications à la situation, tant politique qu'économique, susceptibles de les causer ou de les influencer.

Et nous avons tenté d'indiquer quelles relations de cause à effet fait apparaître le rapprochement entre les deux parties de cette documentation.

Nous avons enfin esquissé dans un dernier chapitre quelques considérations d'ordre général, sur les points que nous avons été naturellement amenés à mettre en valeur et à éclairer d'un jour particulier.

Pour limiter notre sujet et l'exposer le plus clairement possible, nous l'avons compartimenté de deux manières : au point de vue des dates, nous sommes partis de l'armistice, estimant que la période de guerre présentait une physionomie très particulière qui comporterait une étude toute spéciale; nous nous sommes arrêtés au 1^{er} janvier 1922 de manière à avoir le recul indispensable pour juger sainement les événements, en possession de tous les matériaux nécessaires; nous avons enfin divisé arbitrairement l'intervale de temps considéré en 4 périodes, limitées par les dates suivantes : novembre 1918, février 1920, janvier 1921, janvier 1922; une certaine périodicité des variations, que nous observerons particulièrement en ce qui concerne les changes, expliquera notre choix *a posteriori*;

au point de vue des Etats, nous nous sommes arrêtés à trois d'entre eux : l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France ; nous avons cru y trouver les enseignements les plus féconds, mis tout spécialement en lumière par l'importance économique du milieu. C'est la France que nous avons traitée le plus en détail : elle nous apparaît comme la plus intéressante, vu l'intensité et la diversité de la lutte qu'elle a dû fournir ; de plus les vicissitudes qu'elle a traversées nous touchent tout particulièrement ; enfin nous avons pu recueillir le maximum de renseignements en ce qui la concerne.

*
* *

Ayant ainsi délimité l'étendue de notre sujet, nous croyons intéressant de dire quelques mots sur les modes de raisonnement que nous avons adoptés, tant pour l'observation des faits que pour leur discussion. N'ayant pas eu l'intention de nous immiscer dans les controverses sur les théories monétaires, nous nous hasarderons bien moins encore à prendre parti dans les débats touchant à l'emploi de la méthode scientifique en économie politique, débats qui emplissent une volumineuse littérature. Nous nous contenterons d'indiquer ce que nous en avons pratiquement retenu.

Tout d'abord, nous nous garderons des énoncés généraux et des rapprochements simplistes entre des phénomènes analogues évoluant dans des milieux différents ; en effet, outre le fait observé et l'esprit observateur que nous retrouvons dans toutes les sciences, intervient ici un autre facteur humain, représenté par le milieu où s'exerce l'observation ; en face de l'objectivité du fait, la subjectivité s'introduit d'une part par l'esprit observateur, d'autre part par le milieu humain. Le nombre des lois générales est donc des plus restreint ; d'un milieu à un autre, on ne peut guère rechercher que des « analogies ».

Si les énoncés généraux ne sont qu'exceptionnellement possibles en économie politique, il en est de même des exposés simples; cela tient à la complexité du sujet, complexité dont la différenciation des milieux n'est qu'un aspect.

L'énoncé simple n'est jamais qu'une première approximation; il marque le premier échelon dans la recherche de la vérité; nous utiliserons les lumières qu'il donne sur la nature des phénomènes et, connaissant l'ordre de grandeur de son approximation, nous nous en servirons comme d'un fil conducteur dans la suite de nos recherches.

L'énoncé simple s'obtient le plus souvent en supposant un état d'équilibre stable, dont la réalisation effective est exceptionnelle; les tendances vers de tels états sont seules du domaine de l'observation courante; elles se combattent entre elles et n'atteignent pas leur fin.

Quant aux phénomènes dynamiques, ils ne se laissent guère enfermer dans des exposés généraux, même complexes. Il faut alors modérer son ambition et appliquer la méthode différentielle; elle consiste essentiellement en ceci: connaissant l'état d'un milieu économique à un moment donné et ayant observé et étudié à fond ses caractéristiques, y comparer les caractéristiques, soit d'un autre milieu voisin, soit du même milieu à un moment voisin (les différences entre le premier milieu étudié et le second étant nettement précisées, et limitées en nombre et en amplitude). Souvent les conclusions sont très restreintes; parfois elles sont fécondes: l'esprit peut les généraliser avec prudence et étendre leur portée, tout au moins à titre de première approximation. Cette méthode modeste est très souvent la seule possible en économie politique.

Voici donc rappelés les quelques principes qui guideront nos raisonnements: influence du milieu et facteur de subjectivité qu'il représente, recherche de premières approximations simples (principalement dans les hypothèses d'équilibre

stable), étude approfondie par comparaison de milieux à différences limitées. En opérant de la sorte, nous devons éviter les principales critiques qui s'adressent aux observations et aux déductions mal dirigées.

Nous nous ménagerons d'ailleurs le précieux contrôle de l'« acte humain » : toute déduction qui supposerait des actes individuels contraires à la nature de l'homme en général, ou au caractère de l'individu dans le milieu étudié, devra être rejetée.

Ce contrôle nous sera non moins précieux lorsqu'à la fin de notre étude nous tenterons d'esquisser quelques considérations générales ; il suppléera tant bien que mal à l'expérimentation, puisque celle-ci n'est pas possible. Nous emploierons d'ailleurs dans le raisonnement lui-même, dès qu'il ne s'appuiera plus sur les résultats de l'observation directe, une méthode extrêmement prudente : nous supposerons une variation nettement définie d'un facteur déterminé ; nous chercherons à reconnaître les conséquences immédiates qu'elle aurait sur certains autres facteurs, puis leurs réactions de proche en proche dans l'ensemble du milieu, sans oublier les incidences en retour ; le point le plus délicat du raisonnement est celui qui consiste à apprécier exactement l'importance relative des divers effets et leur succession dans le temps.

Ajoutons que, pour imaginer avec quelque sûreté de vue les réactions, tant individuelles que collectives, que provoquerait un phénomène supposé, il est nécessaire de n'envisager que des hypothèses vraisemblables, en harmonie avec les errements habituels du milieu.

* * *

Il nous reste, avant d'aborder le fond de notre étude, à en préciser l'objet, et à définir les conditions particulières dans lesquelles nous comptons la conduire.

Nous nous excusons de développer ainsi notre Introduction au delà des limites habituellement admises; mais, si notre thèse peut prétendre à quelque originalité, elle le doit surtout à la méthode de travail que nous avons choisie; la détermination des facteurs à considérer, qui se lie aux procédés de documentation et à l'évolution générale de l'étude, est donc capitale et constitue l'ossature même de notre ouvrage; faute de la définir avec toute la précision désirable, nous laisserions l'incertitude subsister sur nos intentions et nous perdriions le résultat des efforts que nous avons faits pour mettre le plus possible de clarté et d'ordre dans un sujet essentiellement confus.

Insistons d'abord sur le fait qu'il est impossible de définir avec précision la « valeur d'une monnaie ».

Pour le faire, il faudrait trouver un « invariant » que nous prendrions comme « étalon de mesure » de cette valeur; examinons brièvement les différentes solutions qui ont été proposées ou qui viennent spontanément à l'esprit; nous indiquerons pourquoi nous n'en admettons aucune, mais ce que nous pouvons retenir de chacune d'elles.

L'Or. — L'or a été longtemps un étalon fort satisfaisant. Avant la guerre, il variait moins dans l'échelle des valeurs d'échange que la plupart des autres marchandises, *a fortiori* que les « services » et les « valeurs en bourse ». Par suite de la généralité des règlements internationaux sur la base de l'or et aussi du fait que le métal rare est apprécié d'une façon analogue par l'ensemble des individus civilisés, sa valeur pouvait être considéré dans une certaine mesure comme mondiale et indépendante du milieu. Simplicité, objectivité, invariance relative, c'étaient là trois qualités exceptionnelles. Les discussions qu'elles ont suscitées dès avant la guerre n'ont plus qu'un intérêt historique. Aujourd'hui, l'or ne joue plus de rôle effectif au point de vue monétaire; il fait défaut aux nations endettées qui ne veulent pas d'ailleurs

s'en démunir totalement dans la crainte de l'avenir; il encombre les nations créditrices qui ne savent qu'en faire; aussi n'intervient-il qu'exceptionnellement dans les règlements internationaux et est-il, dans presque tous les pays, retiré de la circulation intérieure. Le « cours de l'or » est dès lors un cours fictif, dépendant des réglementations édictées par les différents Etats plutôt que des conditions commerciales; il est fixé trop arbitrairement, et par suite susceptible de varier avec un trop grand nombre d'éléments extramonétaires, pour que nous puissions le prendre pour base. Enfin, nous reviendrons, à la fin de notre étude, sur l'importance des variations dans la valeur de l'or depuis la guerre.

Le dollar. — Aujourd'hui le dollar est utilisé couramment comme base de comparaison des changes. Mais la valeur du dollar n'a qu'un intérêt tout à fait indirect en ce qui concerne les transactions intérieures d'un pays quelconque; nous ne pourrions établir de relations simples entre les variations des index-numbers et celles du change que dans certains cas, et aux prix d'hypothèses plus ou moins solides, variables d'ailleurs suivant le pays considéré; il serait donc arbitraire et mal fondé de prendre le change comme mesure de la valeur et le dollar comme étalon. Ajoutons que, par suite du jeu imparfait des arbitrages et de la grande différence dans l'importance des places à l'heure actuelle, le change d'un Etat sur un autre n'a pas toujours la même valeur à un moment donné sur toutes les Bourses. Enfin la « primauté » économique dont jouissent actuellement les Etats-Unis correspond à une situation momentanée, résultat d'événements exceptionnels; ce n'est pas une base assez solide pour qu'on puisse fonder sur elle le principe de mesures et en attendre des conclusions durables.

Les prix intérieurs. — Abandonnant les changes, cherchons s'il ne serait pas possible de définir la valeur de la monnaie

nationale, tout au moins à l'intérieur du pays, de la manière suivante : « la variation de cette valeur entre deux époques voisines déterminées » se mesure d'après la variation du prix d'une même marchandise moyenne entre ces deux époques; la « marchandise moyenne » étant une marchandise fictive qui aurait gardé la même place dans l'échelle des valeurs d'échange de toutes les richesses.

Remarquons tout d'abord que le choix d'un étalon valant uniquement pour la comparaison entre deux époques déterminées serait très peu pratique et obligerait à des calculs indéfinis. De plus, si la marchandise moyenne occupe par hypothèse la même place relative par rapport à toutes les richesses, l'ensemble de ces richesses peut lui-même avoir subi une variation globale de valeur d'une époque à l'autre; c'est précisément ce qui s'est passé depuis la guerre : l'ensemble des besoins a moins décréu que l'ensemble des possibilités de production (destruction des capitaux et des hommes, diminution de la qualité du travail, etc...) ; aussi la satisfaction d'un même besoin doit-elle coûter plus d'effort, ce qui se traduirait, indépendamment de toute variation intrinsèque de la monnaie, par une hausse générale des prix. Enfin au point de vue de l'application, nous nous heurtons à une impossibilité : pour dresser l'échelle des valeurs d'échange, il faudrait d'abord affecter chaque richesse d'un coefficient représentant son importance dans la vie économique; il faudrait ensuite définir le coût de chaque richesse à un moment donné (prix de gros ou prix de détail ?)

Inflation. — Enfin il est une définition de la valeur que l'on pourrait proposer en admettant comme postulat « que valeur de la monnaie est inversement proportionnelle à la quantité de cette monnaie en circulation ». C'est le postulat simpliste de la théorie quantitative, chère aux économistes classiques; nous lui adressons un premier reproche, analogue à celui de la définition par le change et plus fondé encore,

ainsi que notre étude le confirmera : les variations de la valeur ainsi définie ne présentent aucune relation simple soit avec celles des changes, soit avec celles des nombres-indices ; dès lors le postulat ne se justifie plus. Nous retrouverons au cours de notre étude les objections complémentaires que l'on peut adresser à cette théorie : impossibilité d'apprécier la circulation effective, impossibilité de fixer *a priori* ou d'interpréter *a posteriori* la proportion de la circulation à l'encaisse qui correspond à la parité, etc... De plus, cette définition mérite tous les reproches que nous avons adressés à l'étalon d'or.

Il s'agit maintenant de conclure. Nous n'avons trouvé aucune définition précise de la valeur d'une monnaie qui nous satisfasse, c'est-à-dire qui ait une base logique, qui soit pratique et dont l'adoption éclaire simultanément les variations des changes, des prix de gros et de la circulation. Nous n'avons pas pu définir, en premier lieu, un étalon de mesure satisfaisant. En l'état actuel de la science économique, nous y renoncerons.

Nous chercherons dans quelles manifestations économiques se retrouve l'influence du facteur monétaire et nous étudierons séparément chacune de ces manifestations ; c'est seulement en terminant que nous tenterons de nous rendre compte si l'élément purement monétaire peut se dégager d'entre tous les autres.

Index number. — Nous sommes amenés à considérer d'abord l'index des prix de gros à l'intérieur de chaque pays ; c'est en effet « la hausse de la vie » qui, de toutes les manifestations économiques, a la portée la plus considérable dans toutes les couches de la population ; les variations de cet index représentent pratiquement les variations du prix de la marchandise moyenne ; ses cotes mensuelles sont régulièrement publiées par des organismes officiels ou officieux, sur des bases conventionnelles qui diffèrent d'ailleurs de

l'un à l'autre; nous avons pris comme publications : pour la France, celles de la Statistique Générale; pour l'Allemagne, celles du Statistisches Reichamt; enfin, pour la Grande-Bretagne, celles du Board of Trade, comme établies sur un grand nombre d'articles et se rapprochant des précédentes, l'index de comparaison étant pris en 1914 (nous considérons comme secondaire, étant donné la différence d'ordre de grandeur entre les variations d'avant-guerre et d'après-guerre, que l'index de comparaison soit celui de juillet 1914, de 1913 ou du premier semestre 1914, ou tout autre chiffre semblable); pour les Etats-Unis, celles du Fédéral Bureau of labour.

Nous n'entrons pas dans de plus amples détails à ce sujet, car l'usage des index-numbers est courant dans les ouvrages d'économie politique.

Indice des importations. — Mais les Etats ne vivent plus aujourd'hui de leurs seules ressources; de la différenciation qui s'est établie entre les productions nationales et qui est un aspect de la division du travail, sont nés des courants constants d'exportation et d'importation; interrompus ou artificiellement canalisés pendant la guerre, ces courants réapparaissent brusquement à la fin des hostilités; immédiatement après l'armistice, nous observerons un afflux de produits des pays neutres et des Etats-Unis vers les pays les plus atteints par la guerre; nous verrons que la balance commerciale de la France en particulier ne s'est redressée que lentement. Or l'importateur doit en principe convertir d'abord sa monnaie nationale en monnaie étrangère et payer ensuite le produit étranger à l'aide de cette monnaie; il n'aura d'intérêt à importer que si le prix d'acquisition du produit étranger, tel qu'il ressort de cette double opération, est inférieur au prix d'acquisition du même produit sur le marché intérieur; mais nous nous heurterions à une complication inextricable si, pour analyser la situation réciproque de deux Etats au cours d'une époque donnée, nous comparions à chaque mo-

ment les prix des mêmes objets dans ces deux pays, ces prix étant exprimés dans la monnaie nationale de l'un deux, à plus forte raison si nous voulions tenir compte des frais de transport (fret, etc...), des taxes douanières et de tout ce qui grève le prix effectif des importations; nous nous contenterons donc d'établir mois par mois en regard de l'index intérieur français par exemple, le prix de la marchandise moyenne américaine exprimé en francs : ce sera pratiquement le produit de l'index intérieur américain par le rapport du franc au dollar tel qu'il est donné par le cours moyen des changes. Afin d'avoir des unités comparables, nous établirons ce produit de telle sorte que sa valeur 1914 soit représentée par le chiffre 100 : en fait nous obtiendrons « l'indice des importations » en multipliant l'index-number américain (établi précisément sur la base de la cote 100 en 1914) par la prime du dollar sur le franc telle qu'elle sera définie plus loin (cote 100 pour le pair des devises) et en divisant par 100 le produit obtenu (la valeur 1914 de ce produit serait en effet égale à $100 : 100$). — Ce choix sera justifié *a posteriori* par les fruits que nous tirerons de sa comparaison avec l'index intérieur, particulièrement dans les périodes de forte importation : pour illustrer cette affirmation il nous suffit de renvoyer à la troisième conclusion du chapitre III, section IV (France : année 1920). Toutefois, en ce qui concerne l'Allemagne, les dénivellations du change sont d'un tel ordre de grandeur qu'il serait illogique de les composer avec celles de l'index américain; nous assimilerons la prime du dollar sur le mark à l'indice des importations allemandes. Nous devons faire une dernière remarque au sujet de cet indice : le marché des Etats-Unis ne se confond pas avec le marché mondial, et il y a un certain arbitraire à rapprocher l'index français ou anglais de l'index américain seul; mais les Etats-Unis ont été, immédiatement après la guerre, les gros fournisseurs de l'Europe et leurs cours, les régulateurs des prix mondiaux; de plus, il résulte de l'équivalence pratique entre le dollar et

l'or (voir section I) que l'index américain donne véritablement un cours international de la marchandise moyenne.

Index-or. — Réciproquement lorsque l'un des pays que nous étudions devient exportateur, c'est le prix du produit national exprimé en dollars-or, comparé au prix du même produit sur le marché mondial, qui devient intéressant; les possibilités d'exportation résultant de l'infériorité du premier sur le second. Pour des raisons analogues à celles qui ont été exposées plus haut pour l'indice des importations, nous nous contenterons d'établir mois par mois le prix en dollars de la marchandise moyenne : ce sera pratiquement, sur la base de la cote 100 en 1914, le produit de l'index français par exemple par le rapport du dollar au franc; nous obtiendrons donc l'« index-or » français en divisant l'index-number français par la prime du dollar sur le franc et en multipliant le quotient par 100 (la valeur 1914 de ce quotient serait en effet égale à 100 : 100, c'est-à-dire à l'unité). Nous verrons, en particulier, à quel point l'Allemagne a profité du niveau très bas auquel s'est maintenu son index-or à partir de 1919 (voir par exemple, dans la section II, la 6^e conclusion du chapitre II); nous verrons aussi que la politique monétaire de l'Angleterre, spécialement au cours du 2^e semestre 1920, a été commandée par les considérations relatives à son index-or (section III, chapitre III, 5^e conclusion)

L'index-or a de plus une signification spéciale : dans la mesure où l'or joue effectivement le rôle d'unité monétaire et peut être considéré comme ayant gardé la même valeur relative dans l'échelle des marchandises (voir plus haut les développements au sujet de l'étalon-or), les variations de cet index représentent les variations des valeurs-marchandises, indépendamment des variations dans la valeur propre des devises : elles décèlent en particulier les crises de la production nationale (voir à titre d'exemple la 4^e conclusion in fine, du chapitre III — section IV, relative à la France).

Prime du dollar. — A côté du marché des produits, le marché des valeurs a pris, au cours du dernier siècle, une importance de plus en plus grande; nombre de valeurs en Bourse ont bien un certain caractère national, en ce sens qu'elles sont émises par des Etats, des organismes officiels ou officieux, ou même des grandes Sociétés à nationalité déterminée, et qu'elles sont répandues de préférence dans le pays d'émission; mais ces caractéristiques ne se trouvent pas toujours réunies (exemple des emprunts d'Etats sur les places étrangères); et, quoi qu'il en soit, le marché des valeurs est commandé par un certain nombre de titres dits internationaux, qui se négocient indifféremment sur plusieurs places et sur lesquels portent de préférence les arbitrages; la cote des autres valeurs s'établit en Bourse par rapport à celle de ces titres : de sorte que le marché des valeurs est d'essence internationale. Or les devises à cours forcés sont, à un point de vue, de véritables titres sur l'Etat émetteur et nous verrons qu'elles ont joué après la guerre un grand rôle dans la spéculation internationale. Ainsi nous sommes amenés à considérer sur le marché extérieur le change lui-même, à côté de l'indice des importations qu'il nous a déjà servi à composer; nous admettrons l'équivalence du dollar et de l'or, sous les quelques réserves qui seront mentionnées au cours de notre étude, à propos de la période 1918-19 (section I), et nous nous bornerons à considérer les changes sur la place de New-York (sauf pour le mark, avant la reprise de sa cotation aux Etats-Unis : en étudiant cette période liminaire, nous nous justifierons d'adopter la place de Genève et le change sur le franc suisse).

Nous avons pris comme chiffres représentatifs du change ceux de la prime du dollar, l'unité étant telle que le chiffre 100 corresponde au pair des devises. Ces chiffres expriment exactement la valeur à New-York, en unités papier de monnaie étrangère, de 100 unités de la même monnaie supposée au pair du dollar. Ils présentent à notre point de vue sur les cotations officielles des changes les avantages suivants :

— d'une part ils sont facilement comparables aux index-numbers et indices des importations;

— d'autre part leurs variations absolues sont amplifiées par rapport à leurs variations relatives (puisque la prime est toujours *au-dessus* du pair) et cela d'autant plus que la dépréciation monétaire, et par suite aussi l'instabilité des cours, est plus accentuée; c'est l'inverse qui a lieu pour les variations du change, de sorte que les indications en sont non seulement faussées, mais encore dénaturées (elles peuvent même devenir presque illisibles): ainsi, en 1919, le plus fort écart hebdomadaire sur le change allemand, que nous observons entre le 16 et le 23 septembre, est de 28 0/0; la dénivellation correspondante de la prime est de $720 - 545 = 175$ points; et celle du change, ramené à la base 100 pour le pair de l'or (chiffre inverse du chiffre de la prime), serait de $0,183 - 0,139 = 0,044$ points. En fin 1921, l'écart entre le 1^{er} et le 7 novembre atteint 47 0/0; la dénivellation de la prime est de $7.250 - 4.500 = 2.750$ points; celle du change serait de $0,022 - 0,014 = 0,008$ points; elle serait donc bien plus petite que la précédente, alors que la variation relative — l'instabilité — est beaucoup plus grande

Chiffre représentatif de l'inflation — Enfin nous n'avons pas négligé les renseignements fournis par les bilans des Banques d'émission. Nous avons pris comme chiffre représentatif de l'« inflation », à chaque moment, le rapport entre la quantité totale de monnaie-papier émise et l'encaisse. Comme unité nous avons adopté, pour chaque pays, le rapport moyen de la circulation à l'encaisse pendant les six premiers mois de 1914: puisque la monnaie nationale était au pair de l'or en 1914, le supplément de la circulation sur l'encaisse ne représentait pas un « excès » de la circulation, mais une adaptation aux usages du pays; il facilitait la circulation des biens, sans entraîner une dépréciation de la monnaie; il dépendait bien d'un acte d'« autorité » de l'Etat

(dont le banque d'émission est à ce point de vue la gérante), mais cet acte était prudemment mesuré et tenait compte empiriquement des besoins monétaires; le rapport de 1914 représente donc un minimum du rapport possible sans dépréciation. Toutefois pour la Grande-Bretagne, même en tenant compte des Banques d'Ecosse et d'Irlande, la circulation en 1914 était constamment inférieure à l'encaisse par suite des statuts de la Banque d'Angleterre (Act de Peel, provenant d'une époque économique toute différente de la nôtre); pour ce cas, nous avons pris comme comparaison le rapport d'égalité qui représente évidemment un autre minimum du rapport possible sans dépréciation.

Nous observerons que, d'une manière générale, le chiffre représentatif sera très supérieur à l'index intérieur, à l'indice des importations et à la prime du dollar; il n'en faut pas conclure aussitôt que la théorie quantitative est radicalement condamnée par l'observation la plus grossière; en effet les indications du chiffre choisi sont faussées systématiquement pour deux causes principales : d'une part la circulation effective est très inférieure au total des émissions, par suite de la thésaurisation, dont la spéculation sur la devise est une forme; d'autre part l'encaisse est évaluée à sa valeur nominale, très inférieure à sa valeur réelle (sans qu'il soit possible de déterminer celle-ci dans des conditions satisfaisantes) dès que la dépréciation monétaire est assez forte.

Pour la Grande-Bretagne, les indications sont faussées d'une manière toute spéciale par suite d'une modification profonde survenue dans les modes habituels de paiement depuis 1914.

Quoi qu'il en soit, le chiffre représentatif de l'inflation nous intéressera bien moins par son niveau que par le sens de ses variations ou mieux par les rapprochements entre ses variations et celles des autres éléments.

Citons, à titre d'exemple, le dernier paragraphe de nos conclusions générales sur l'Allemagne (section II, chapitre V *in fine*).

Nous ne prétendons pas avoir, avec l'ensemble des éléments que nous venons de préciser, examiné le problème sous toutes ses faces ; ainsi, nous n'avons pas considéré le pouvoir d'achat de l'unité monétaire en « valeurs de bourse », dont nous avons cependant indiqué plus haut l'importance dans la société moderne (nous parlerons, à différentes reprises, de la cote en Bourse, mais nous n'en avons pas systématisé l'étude). Même remarque pour les prix de détail. Puisque nous n'avons pas pu définir une notion qui eût une portée spéculative et synthétisât le problème, nous avons dû recourir à un ensemble de notions pratiques et nous limiter à celles dont nous pouvions suivre commodément l'évolution sur les statistiques.

*
* *

Avant de terminer cette Introduction, nous nous justifions en deux mots d'employer, au cours de notre étude, la représentation graphique. Pour chaque pays, nous avons porté, point par point, la valeur à chaque date des différents éléments envisagés : les cotes en ordonnées et les dates en abscisses ; les courbes qui relient ces points figurent les variations de chaque élément en fonction du temps, d'une manière très parlante. Afin de faciliter les rapprochements entre les différentes courbes, nous avons utilisé une échelle unique (sauf pour l'Allemagne, à laquelle nous avons été contraints d'octroyer une échelle plus petite à partir de 1919).

Or la représentation graphique a été parfois utilisée en économie politique avec une signification absolue qui ne convient qu'aux sciences exactes. Nous nous sommes suffisamment étendus, pour notre compte, sur le caractère des études économiques et nous avons assez montré à quel point il fallait se garder de tout esprit dogmatique et de généralisations hâtives, pour ne plus avoir à y revenir ici. Nous prenons les courbes comme un moyen « commode » d'étude,

tant pour la lecture des valeurs et des variations d'un élément que pour les comparaisons à faire entre les divers éléments et entre les différents pays; mais nous tenons à bien préciser que le fait d'être représenté par une ligne géométrique n'influe en rien sur la signification d'un phénomène, ni sur la précision des résultats; nous avons indiqué, en discutant le fond de notre étude, pourquoi nous choisissons tels ou tels éléments d'observation, et quel intérêt nous attachions à chacun d'eux; la représentation graphique est le mode d'étude qui nous paraît le mieux adapté à la lecture des tableaux de chiffres, mais c'est là une condition de forme, dont les conditions de fond restent totalement indépendantes.

*
* *

Nous avons déclaré dans les pages précédentes que nous comptons remonter méthodiquement d'une analyse minutieuse des faits à des considérations d'ordre général; nous y avons également énuméré les divers éléments sur l'observation hebdomadaire ou mensuelle desquels s'appuierait notre étude.

Or l'ensemble des faits et des cotes que nous allons passer ainsi en revue est tel qu'un classement en plusieurs étapes nous sera nécessaire pour en débrouiller l'écheveau; nous emprunterons à la chimie le principe de la « distillation fractionnée » qu'elle utilise pour l'isolement des corps à l'état pur.

Chaque chapitre relatif à une période donnée débutera donc par un exposé complet de nos observations : calendrier du change, dans lequel nous suivrons à la fois les cotations de la prime et le cours des événements (par sa cotation hebdomadaire — déduite elle-même d'une cotation journalière — et par sa grande susceptibilité, le change est l'élément qui se prête le mieux à être placé directement en regard des faits);

prix de gros (index-number, indice des importations, index-or); inflation (encaisse, circulation, chiffre représentatif).

Nous ferons dans une seconde partie du chapitre (l'« Interprétation ») tous les rapprochements possibles entre les variations des différents éléments et les faits; nous serons amenés de la sorte, par les nécessités même de l'exposition, à un premier regroupement de nos observations.

Dans une troisième partie du chapitre (la conclusion), nous résumerons ces rapprochements et nous verrons ainsi se dessiner les grandes lignes de l'évolution dans le cadre de la période envisagée.

En terminant l'étude relative à chaque pays, nous juxtaposerons les conclusions des périodes successives et nous indiquerons, à très grands traits, ce qu'il faut en retenir pour la signification générale des phénomènes monétaires dans ce pays; nous insisterons aussi, dans ce chapitre des « conclusions générales » sur certains côtés des phénomènes que le milieu envisagé fait particulièrement ressortir.

Enfin, dans une dernière section, nous mettrons en regard la quintessence des conclusions précédentes pour chacun des trois pays et nous nous hausserons à « quelques considérations d'ordre général ».

SECTION I

CHAPITRE UNIQUE

Novembre 1918 - Mars et Avril 1919

Nous avons traité séparément cette période, à cause de sa physionomie très spéciale. Elle représente la transition entre l'état de guerre et l'état d'après-guerre, un ajustement aux nouvelles conditions économiques dont l'influence avait été étouffée pendant la guerre par les mesures politiques.

§ 1 — LE DOLLAR.

Avant d'aborder l'Angleterre et la France, puis l'Allemagne, disons un mot du change américain, puisque c'est le dollar que nous avons adopté pour étalon des changes

A New-York, au moment de l'armistice, l'ensemble des devises neutres est légèrement au-dessus du pair; il faut noter que l'ensemble de ces devises a nettement baissé depuis août 1918 jusqu'au début de novembre; pendant ce temps, le dollar, la livre-sterling et le franc sont restés solidaires.

Le phénomène est donc très net : la solidarité économique des puissances alliées et associées, dont l'une des formes, et la plus apparente, consiste dans les avances des Etats-Unis aux Alliés d'Europe, se traduit par la solidarité des devises; et,

dès ce moment, le mobile psychologique est le principal facteur de la variation des changes; d'août à novembre 1918, le grand événement est le redressement militaire couronné par la victoire, alors que les conditions économiques ne se sont pas sensiblement améliorées (au contraire, jamais la mobilisation n'a été si intense ni les dépenses aussi fortes).

De novembre à fin mars, la physionomie des changes se modifie peu : nous verrons que le dollar, la livre-sterling et le franc restent presque solidaires; l'ensemble des devises neutres à New-York oscille légèrement au-dessus du pair.

Prenons le *florin* comme terme de comparaison; après avoir baissé d'août à novembre (passant du maximum 129,37 le 13 août 1918 à 102,62 le 12 novembre), il monte continuellement du 12 novembre (cote 102,62) au 31 décembre 1918 (cote 106,35), puis baisse rapidement pendant tout le mois de janvier 1919 (102,31 le 4 février 1919), reste stable avec une légère tendance à la hausse jusqu'au début de mars (102,62 le 25 février), et reprend alors sa chute pour tomber pour la première fois au-dessous du pair au début d'avril (99,82 le 1^{er} avril).

A partir de ce moment, le dollar va se dissocier nettement de la livre sterling et du franc qui tombent (la solidarité économique des Etats-Unis et des Alliés d'Europe est rompue).

Quant au florin, après un brusque sursaut (100,76 le 8 avril), il va rester définitivement au-dessous du pair; on peut considérer que le dollar est devenu l'équivalent de l'or.

Signalons une anomalie des changes espagnols et suisses qui se maintiendront au-dessus du dollar, à Paris, jusqu'en juin 1919 pour le suisse et en août 1919 pour l'espagnol.

En réalité, tant que les restrictions concernant les mouvements de l'or ne sont pas levées, tout au moins dans un certain nombre de pays, l'équivalence avec l'or ne veut pas dire grand'chose. En fait, le dollar atteint le pair à Genève en juin, juste au moment où les Etats-Unis suppriment l'interdiction d'exporter l'or (décrétée le 10 septembre 1917),

sauf pour les pays ennemis et la Russie, avant même que des mouvements effectifs de métal aient été possibles.

Ce qu'on peut dire, c'est que le dollar est revenu, dès avril 1919, au niveau de l'ensemble des changes neutres qui n'ont pas eu des raisons spéciales de dépréciation par suite de la guerre, et que la peseta et le franc suisse se maintiennent exceptionnellement au-dessus de ce niveau par suite de circonstances spéciales.

En effet, les barrières auxquelles se heurtent les mouvements de l'or empêchent les gold-points de jouer.

D'autre part, à la suite de l'armistice et surtout au début de 1919, les achats des alliés en Espagne ont augmenté dans de notables proportions; en ce qui concerne la Suisse, il en est de même, mais surtout la place de Genève a pris pendant la guerre une certaine importance européenne et de nombreuses opérations triangulaires ont lieu entre Paris et Madrid par Genève.

Enfin l'Angleterre, qui opérait sur le marché espagnol au compte des alliés pour maintenir le cours des devises, ralentit ses mouvements de trésorerie et essaye de rétablir la liberté des échanges; l'Amérique n'a ni les mêmes moyens pour intervenir, ni surtout intérêt à le faire; quant à la France elle va bientôt être débordée de toutes parts.

Pour les chapitres qui vont suivre, il nous suffira de retenir que le dollar représente une base de comparaison intéressante pour les changes alliés et ennemis à partir d'avril 1919 et qu'il peut être considéré, à ce point de vue, comme l'équivalent de l'or. Ainsi se trouvent justifiées les considérations que nous avons exposées à ce sujet dans l'« Introduction » de notre thèse,

§ 2. — LA GRANDE-BRETAGNE

Nous étudierons d'abord la Grande-Bretagne, les phénomènes étant particulièrement simples en ce qui la concerne;

lorsque nous passerons à la France, nous reprendrons un grand nombre des observations déjà faites et des conclusions obtenues et nous les compléterons, car l'étude sera plus complexe.

Nous aurons ainsi, comme il convient, série les difficultés.

a) *Le change britannique.* — La livre reste très stable à New-York de novembre à mi-mars; elle oscille entre 97,93 (maximum atteint les 12 et 19 novembre 1918, 14 et 21 janvier 1919) et 97,90 (minimum atteint les 16 novembre, 3 et 10 décembre 1919). Sur notre graphique représentant la prime du dollar, le chiffre correspondant est constamment de 102. (Notons d'ailleurs que, contrairement à ce qui s'est passé pour le franc, sa cote n'a pas sensiblement varié par rapport au dollar depuis l'époque critique d'août 1918; elle était, le 13 août, de 98,02).

On peut donc dire que, pendant toute cette époque, l'histoire de la livre sterling se confond avec celle du dollar que nous avons exposée plus haut.

Nous nous contenterons de commenter brièvement leurs légères divergences :

La spéculation situe nettement l'armistice comme le meilleur moment pour l'ensemble des alliés et associés; les changes neutres atteignent un minimum; le maximum précédent, très net, avait été atteint en juillet-août 1918, au moment des derniers et importants succès marqués par l'armée allemande. L'influence de la spéculation n'est pas douteuse, ainsi que nous l'avons déjà indiqué, car elle seule donne la clef de ces oscillations énormes sans cause économique : le franc suisse a passé, à Paris, de 143,25 à 109,75 de juillet à novembre 1918, soit une variation de 33,50 points, alors que, pendant le même temps, la livre ne variait à Paris que de 4,83 points (109,99 à 105,16); la hausse pendant trois mois a donc été très importante; elle a peut-être été accentuée, surtout en ce qui concerne le franc, par les

achats de devises effectuées dans le courant d'octobre en vue de souscrire à l'Emprunt de la libération dont le succès a été considérable.

Aussitôt après l'armistice se produit une réaction : elle est normale après l'amplitude de la baisse précédente; nous retrouverons fréquemment des mouvements analogues, sans cause particulière; c'est la traduction d'une réaction psychologique, qui fait succéder une réserve, souvent excessive, à un emballement : les oscillations finissent par s'amortir si aucun facteur nouveau n'intervient (ce qui est exceptionnel).

Les circonstances qui suivent l'armistice fournissent un de ces exemples rares où la même cause principale, le réajustement économique, reste prédominante pendant plusieurs mois et où les oscillations amorties successives se manifestent assez nettement.

Reprenons cependant chacun des mouvements et voyons si des causes secondaires n'ont pu intervenir pour les amplifier ou les réduire :

Le florin monte continuellement à New-York du 12 novembre au 31 décembre 1918; la hausse totale, en un mois $1\frac{1}{2}$ est de 3,73 points (102,62 à 106,35). Au début la chute du mark est plus rapide encore que la chute des devises alliées et associées; ceci n'a rien que de très normal; mais à partir de mi-décembre, la chute des alliés et associés continue, alors que le mark remonte brusquement sans raison apparente et reste pendant quelques semaines à un niveau relativement élevé; il semble bien y avoir là l'indice d'une campagne allemande.

La situation n'émeut guère les milieux alliés; le gouvernement anglais émet, en fin décembre, de nouveaux War-Bonds $4\frac{1}{2}$ % (taux antérieur $5\frac{3}{8}$); nous verrons que le gouvernement français prend des mesures analogues.

Malgré ces réductions d'intérêts, les devises alliées et associées reprennent leur ascension au début de janvier.

Pendant le courant de janvier, différentes mesures sont

prises en Angleterre qui reflètent l'optimisme et la confiance en un proche retour à l'état normal : le Trésor autorise la vente à l'étranger de toutes les valeurs étrangères, coloniales ou indiennes (abrogation des règlements du 24 janvier 1917), avise les financiers que les exportations de valeurs sur les pays européens se feront sans formalités, abolit le régime de l'intérêt préférentiel pour les comptes belges, français et italiens (ramené à 3 % comme pour les comptes anglais, la préférence 4 1/2 % restant établie pour les autres comptes étrangers); enfin, le Trésor arrête l'achat officiel de valeurs pour la régularisation du change (en réalité, il agira officiellement pendant longtemps encore).

Au mois de février 1919, une nouvelle réaction se traduit par une légère tendance à la hausse des changes neutres (nous verrons qu'au même moment, le franc manifeste une particulière tendance à s'alourdir). Les lenteurs de la Conférence de Paris y contribuent certainement pour une forte part; l'incertitude domine; les transactions semblent spécialement paralysées à la fin de février, en attendant le renouvellement de l'armistice.

Enfin pendant le courant du mois de mars, le dollar reprend nettement sa hausse; mais la livre sterling ne le suit que pendant les premiers quinze jours (nous verrons que le franc s'en détache presque aussitôt); nous entrons dans une nouvelle période, et la solidarité économique des Etats-Unis et des alliés a cessé d'exister.

b¹) *L'index des prix de gros britannique.* — A l'armistice l'index des prix de gros se trouve bien au-dessus de la prime du dollar (102), et même de la prime du florin (très voisin du dollar) sur la livre; l'index est de 246 en novembre et monte à 258 en décembre 1918.

D'une part, le change est maintenu artificiellement par la spéculation et par les crédits interalliés; d'autre part, les véritables facteurs de la hausse des prix doivent être non

pas une dévalorisation de la monnaie, mais la raréfaction de la production, les difficultés de transport, les priorités accordées aux fournitures et aux transports militaires, les mesures gouvernementales de tous ordres (barrières douanières, prohibitions, etc...), enfin la spéculation des intermédiaires profitant de la désorganisation du marché et des besoins de l'Etat.

Aussi ne devons-nous pas nous étonner qu'un retour à des conditions plus normales marque une tendance à la baisse; celle-ci se manifeste en janvier (indice de 258 à 248 entre décembre 1918 et janvier 1919); puis de janvier à mars, légère reprise de hausse (248 à 254); mais la baisse va reprendre en mars (indice 252) et s'accélérer en avril (incide 236).

b²) *Indice des importations.* — Etant donné la stabilité du change pendant cette période, les fluctuations de l'indice des importations sont sensiblement parallèles à celles de l'index américain; or, celui-ci, légèrement en baisse de l'armistice à février 1919 (il a passé de 206 à 197), reprend un léger mouvement de hausse à partir de ce moment (203 en avril 1919), qui ne fera que s'accroître; nous en verrons les causes pendant la période suivante.

L'indice relatif à l'Angleterre suit le même mouvement, à un niveau un peu supérieur : 210-201-211.

Notons qu'à ce moment l'index des prix intérieurs, au voisinage de 250, est nettement supérieur à l'indice des importations; nous voyons dans cet écart la confirmation du fait que la hausse anglaise n'est pas uniquement la conséquence de la raréfaction de la production, entraînant avec elle l'augmentation des importations, et que d'autres facteurs entrent en jeu.

c) *Inflation.* — Le chiffre représentatif de l'inflation est, dès 1918, à un niveau extrêmement élevé si l'on assimile, comme nous l'avons fait, les Currency Notes aux billets de banque : il oscille entre 465 et 500.

Mais cette augmentation considérable des moyens de paiement correspond surtout à une modification profonde des usages du public anglais. Avant la guerre, le règlement par chèque était le mode normal pour les petites transactions ; quant aux transactions importantes, elles s'opéraient surtout par voie commerciale. Le milieu anglais était très éduqué sur ce point.

Avec la guerre, les moratoria de fait et de droit, la crise de confiance, la paralysie et la réglementation du commerce et de l'industrie, en résumé avec l'intervention constante de l'Etat et le bouleversement économique, ces modes de règlement sont presque aussitôt devenus impossibles.

Le bouleversement économique a donc été accompagné, pour l'Angleterre spécialement, d'un tel bouleversement monétaire que la comparaison entre l'avant-guerre et l'après-guerre est illusoire, ou plutôt infructueuse.

Au point de vue du pouvoir d'achat de la monnaie, nous devons constater que le niveau de la circulation anglaise ne nous fournit aucune indication intéressante.

Les *variations* de l'«inflation» sont d'ailleurs assez irrégulières pour la période de novembre 1918 à mars 1919 ; elles sont relativement faibles : minimum 465, maximum 500.

L'encaisse métallique, qui a passé de 27.622 milliers de livres le 6 août 1914 à 74.585 le 13 novembre 1918, est en voie d'augmentation constante et atteindra 85 millions de livres au début d'avril 1919.

La Circulation bancaire, constamment inférieure à l'encaisse, suit une marche parallèle : 36 millions de livres en août 1914, 65 millions en novembre 1918, 75 millions au début d'avril 1919.

Enfin la circulation des Currency Notes est en voie d'augmentation jusqu'en décembre 1918, baisse brusquement de décembre à janvier suivant un phénomène que nous retrouverons les années suivantes, et reprend une ascension lente en 1919 ; partie de 291 millions de livres en mi-novembre,

elle atteint 323 millions en fin décembre, 307 millions 1/2 en janvier et 328 millions en mars.

§ 2. — LA FRANCE.

Il y a une grande analogie entre la situation de la France et celle de l'Angleterre pendant toute cette période, spécialement en ce qui concerne les changes.

Nous avons déjà expliqué la cause principale de cette analogie qui est la solidarité interalliée.

a) *Le change français.* — Le franc reste stable à New-York de novembre à mars, un peu moins stable que la livre cependant; déjà antérieurement la liaison avait été moins grande; au moment critique, le franc était tombé à 91,47 à New-York (13 août 1918), alors qu'il cote 95,31 le 12 novembre 1918; à partir de novembre, il a une légère tendance à la baisse, qui se manifeste surtout au début de mars: il passe de 95,31 le 12 novembre 1918 à 94,44 le 2 mars 1919, mais oscille assez peu entre ce maximum et ce minimum. Sur notre graphique représentant la prime du dollar, le chiffre correspondant est de 105 le 12 novembre; de 105,1 à 105,2 entre le 19 novembre 1918 et le 25 février 1919; de 105,3 et 106 respectivement les 4 et 11 mars 1919.

La liaison du franc avec celle du dollar est moins intime que celle de la livre; les avances américaines sont en effet consenties à l'Europe par l'intermédiaire de l'Angleterre; la France en pâtit dans une certaine mesure par un certain défaut d'ajustement des crédits aux besoins et par le paiement d'une prime supplémentaire; tout ceci n'est ni net, ni officiel, mais les usages du monde des affaires ne sont pas abolis complètement en la matière, bien qu'il s'agisse surtout de crédits politiques d'Etat à Etat. Enfin non seule-

ment la France paie les achats américains par l'intermédiaire de Londres, mais encore elle effectue des achats importants en Angleterre.

Bien que la stabilité du franc soit moins absolue que celle de la livre, par rapport au dollar, elle est suffisante pour que l'on puisse confondre, dans ses grandes lignes, l'histoire du franc avec celles des deux autres devises pendant toute cette période.

Nous nous contenterons d'indiquer les quelques mesures prises en France et les événements propres à ce pays :

Le 16 octobre 1918 est lancé l'Emprunt français de la libération (clôturé le 29 novembre) pour lequel les premiers résultats donnent (déclaration de M. Klotz à la Chambre le 6 décembre) 30 milliards nominaux et 21 milliards effectifs, dont 1 milliard de souscriptions étrangères; comme résultat, hausse du franc en octobre, par rapport aux alliés et aux neutres, arrêtée et stabilisée à partir du 12 novembre.

Nous avons noté la réduction de l'intérêt des War Bonds, au moment même de la première reprise des changes neutres après l'armistice; parallèlement, le Trésor français abaisse de 5 à 4 1/2 le taux des bons de la Défense Nationale; cela n'empêche pas l'émission de 1.002 millions de bons nouveaux pour la première quinzaine de décembre, déduction faite des renouvellements et des remboursements, chiffre qui soutient la moyenne du mois d'octobre et de novembre et dépasse la moyenne du semestre. Au même moment, la Chambre française n'hésite pas à voter, le 22 décembre, une loi autorisant le Trésor à faire des avances pour une somme de 2.825.660.000 fr. aux gouvernements alliés et amis (somme dans laquelle ne figure pas celle qui est nécessaire au paiement des coupons russes) : c'est là le pendant des avances américaines.

Nous avons vu que la reprise des changes neutres, après une détente en janvier, réapparaît en février; cette fois-ci, le change français manifeste une tendance toute spéciale à

s'alourdir; mais il semble y avoir une cause momentanée qui pourrait justifier même une baisse plus forte : la France devant rembourser le 1^{er} avril l'emprunt de 100 millions de dollars 5 1/2 0/0, émis à échéance de 2 ans en avril 1917, on commence à vendre, sur la place de New-York, des devises en francs contre leur échéance; il est vrai, et c'est ce qui limite le mouvement, que l'on escompte la libération simultanées des valeurs données en nantissement de cet emprunt et déposées à la Central Trust Compagny de New-York.

Enfin, après la paralysie des transactions fin février, dans l'attente du renouvellement de l'armistice, le franc commence dès le début de mars (quinze jours au moins avant la livre) sa chute par rapport au dollar, qui ira bientôt en s'accélégrant.

b¹) Index des prix intérieurs. — L'index des prix de gros est en novembre 1918 de 366; il est plus élevé que celui de l'Angleterre et par conséquent bien plus élevé que la prime du dollar (105) ou du florin (très voisin du dollar) sur le franc.

Nous ne devons pas nous en étonner; nous verrons, et c'est un fait bien connu, que la production économique a été désorganisée dès la mobilisation générale au début de la guerre (alors que la mobilisation anglaise a été lente et progressive).

Par contre, le retour à la paix marque d'abord pour la France un avantage plus considérable que pour l'Angleterre, par le fait même que la guerre était plus lourde pour la première. L'indice des prix diminue immédiatement et continûment pendant plusieurs mois, pour atteindre un minimum de 332 en mai 1919.

b²) Indice des importations. — Même remarque que pour l'Angleterre. Mouvement parallèle à celui de l'index américain, à un niveau un peu supérieur; la hausse, à partir de février se trouvant légèrement accentuée par la baisse du change : 217-207-218

La remarque faite au sujet de l'Angleterre, relativement à la différence de niveaux entre l'index intérieur et l'indice des importations, peut être reproduite identiquement pour la France.

c) Inflation. — L'inflation, telle que nous l'avons définie, est beaucoup moins forte en France qu'en Angleterre, au moment de l'armistice. Mais elle représente un élément beaucoup plus intéressant en France, car les usages monétaires n'ont pas été profondément affectés par la guerre.

Coïncidence curieuse, sans plus : au moment de l'armistice, notre indice de l'inflation est voisin de l'index des prix de gros : 365 le 12 novembre et 350 du 19 novembre au 24 décembre.

Mais à partir de fin décembre, tandis que l'index des prix de gros décroît, l'inflation va augmenter presque constamment, quoiqu'irrégulièrement (un échelon de 5 à 10 points par mois, après un premier saut à 415 le 31 décembre, ramené à 385 dès le 7 janvier) : elle atteindra 410 au début de mars et continuera par la suite.

Nous verrons, au cours des chapitres suivants, quelles nécessités poussent l'Etat français à émettre des billets de banque : grosses dépenses d'après-guerre, manque de courage fiscal ; nous en verrons aussi, mais plus tard seulement, les conséquences.

L'encaisse ne varie pas sensiblement ; elle oscille aux environs de 5 milliards $1/2$, avec cependant une légère tendance à l'augmentation à partir du début de 1919 (elle était de 4 milliards en juillet 1914).

La Circulation, partie de 30 milliards $1/2$ en mi-novembre 1918, tombe aux environs de 28 milliards $1/2$ au début d'avril 1919 (elle était de 6 milliards $1/2$ en juillet 1914).

§ 4. — L'ALLEMAGNE

Ici, les phénomènes sont très différents de ceux que nous avons étudiés en France et en Angleterre.

Pour l'Allemagne, c'est la défaite et ses conséquences morales, et la perspective d'une dette de réparations écrasante.

Les mois qui suivent l'armistice sont caractérisés par les événements suivants :

diminution brutale des ressources et des moyens de production par les pertes de territoires, les restitutions et les premières livraisons aux Alliés, parmi lesquelles celle de la flotte commerciale ;

augmentation rapide des importations, surtout des importations alimentaires, à la suite de la levée des restrictions qui avaient pesé d'une façon des plus pénibles sur les dernières années de la guerre ;

arrêt de l'effort fiscal et des émissions régulières d'emprunt ;
augmentation rapide de la circulation fiduciaire :

a) Le change allemand. — Le change allemand n'est pas coté à New-York, à Londres, ni à Paris pendant toute la période qui nous occupe. Aussi avons-nous figuré non la courbe de la prime du dollar, mais celle de la prime du franc suisse à Genève ; ainsi que nous eu l'occasion de le signaler, Genève a acquis pendant la guerre une situation particulièrement intéressante sur le marché européen.

Le mark est en pleine baisse accélérée au moment de l'armistice ; la prime du franc suisse est de 180 le 19 novembre, 206 le 26 novembre, 230 le 10 décembre.

Cette baisse est accompagnée de la baisse des valeurs à la Bourse de Berlin. C'est une période d'affolement ; elle fait suite immédiate à l'armistice ; elle s'accompagne de troubles intérieurs (antagonisme Spartacus-Gouvernement) et surtout de la crainte de troubles. Le 9^e emprunt allemand, souscrit à ce moment, rapporte 10 milliards 1/2 de marks environ.

Puis la devise a un sursaut; la prime est de 211 le 17 décembre et 204 le 24 décembre; c'est le moment même de la baisse (relativement très faible) pour le dollar, la livre et le franc; il semble qu'il y ait là une manœuvre désespérée du gouvernement allemand pour sauver la situation en compromettant celle des ennemis. Notons à l'appui de cet opinion que le franc, qui reste à peu près stable à New-York, fléchit plus nettement à Genève.

L'effort de l'Allemagne pour soutenir son change est par ailleurs très visible; du 14 au 23 décembre 1918, la Reichbank a perdu 42 millions d'or et la Banque Nationale Suisse en a gagné 18 millions 1/2.

Le mark arrive à se maintenir jusqu'en fin janvier; la prime du franc suisse oscille entre 202 (14 janvier 1919) et 211 (21 janvier); elle est à 206 le 28 janvier.

Notons que le mois de mars est celui qui voit le début de la chute du franc français; il semble que le monde cherche à abandonner à leur sort les belligérants les plus atteints et à reconstituer le marché international en dehors d'eux. Le mark sera atteint dès février, le franc au début de mars, la livre à son tour, quoique plus faiblement, au milieu de mars.

Mais pour le mark, la chute, malgré ses ressauts, est particulièrement brusque; la politique allemande du moindre effort commence à apparaître dès ce moment et à porter ses fruits; nous verrons que la Circulation augmente rapidement entre novembre et mars. De plus, loin de dissimuler la situation, le Gouvernement la noircit, en vue d'influencer les négociateurs du Traité; les déclarations pessimistes se succèdent, émanant le plus souvent du Ministre des Finances.

Pendant ce temps, pour le paiement des importations alimentaires, de très gros envois d'or sont effectués aux Etats-Unis: l'encaisse de la Reichbank passe de 2.550 millions à 527 millions entre l'armistice et le 23 mai 1919 et la presque totalité de l'or perdu a été expédié aux Etats-Unis, après quelques envois en Suisse.

b) *Prix de gros.* — Les statistiques allemandes ne nous fournissent pas d'index-numbers en 1918. Les chiffres mensuels que nous avons pu recueillir partent de 1919.

En janvier 1919, l'index moyen est de 262,2 (l'indice moyen de 1913 étant pris égal à 100), intermédiaire entre celui de l'Angleterre (192,1) et celui de la France (355). La difficulté de la production pendant la guerre a été plus grande qu'en Angleterre, l'effort militaire allemand ayant été bien plus considérable et plus précoce; mais elle a été moins grande qu'en France, à cause du chiffre considérable de la population, et la désorganisation a surtout été moins profonde, la guerre ayant été mieux préparée et l'intervention de l'Etat plus heureuse (mobilisation industrielle; réglementation des réquisitions; mesures contre la spéculation, taxations...); de plus des restrictions considérables ont été imposées à la consommation, surtout en 1917 et 1918.

Mais, tandis que l'index baisse continuellement en Angleterre et en France au début de 1919, il augmente continuellement en Allemagne, atteignant 286,3 au début d'avril. Nous pouvons démêler parmi les causes de cette hausse : le développement de la Circulation monétaire d'une part et d'autre part la hausse rapide de l'indice des importations (conséquence de la baisse du change), dont l'influence est d'autant plus grande qu'elle coïncide avec le développement des achats à l'extérieur.

Remarquons d'ailleurs que, pendant la période qui nous occupe, l'index des prix de gros est constamment supérieur à la prime de l'or; le réajustement des changes n'a pas encore eu le temps de s'effectuer; mais fin mars-commencement avril, les 2 courbes se rejoignent : la prime est de 278 le 1^{er} avril, alors que l'index est de 274,1 pour la moyenne de mars et de 286 pour la moyenne d'avril. Nous suivons ce réajustement sur la courbe de l'index-or : celui-ci tombe rapidement de 127 à 91 entre janvier et avril, puis se trouve stabilisé pendant plusieurs mois.

c) *Inflation.* — Le chiffre représentatif de l'inflation est de 522 le 15 novembre. Il est déjà nettement supérieur à celui de la France (370).

Il augmente presque d'une manière continue (1010 le 31 mars, 1155 le 30 avril, 1370 le 23 mai). Cette augmentation est d'ailleurs causée à la fois par la crue des billets de banque et par la diminution déjà signalée de l'encaisse-or passée de 2550 millions de marks à 1916 millions entre l'armistice et le 31 mars 1919 (elle continuera à tomber rapidement jusqu'au début de juin, époque à laquelle elle approchera du milliard.)

La Circulation passe de 17 milliards $1/2$ en mi-novembre à 25 milliards $1/2$ en fin mars.

INTERPRÉTATION

Nous avons vu, en tête de ce chapitre, que la période étudiée est celle qui précède, tout au moins pour la France et pour l'Angleterre, le réajustement économique. Dès lors nous ne retrouvons pas nettement les influences des différents éléments, leurs variations respectives étant faussées dans une large mesure.

Au point de vue des changes alliés, l'influence principale, qui réagit sur leur niveau général, est celle des crédits alloués aux Alliés d'Europe par les Etats-Unis, l'Angleterre jouant le rôle d'intermédiaire comme pendant la guerre.

Les mouvements secondaires sont des mouvements de pure spéculation; ils s'analysent dans leurs grandes lignes de la manière suivante : hausse rapide des devises de juillet-août à novembre 1918, sous l'influence très nette des événements militaires et politiques; puis, aucun élément nouveau n'intervenant de façon sensible, oscillations successives qui vont en s'amortissant (loi générale, le premier mouvement de baisse ayant été vraisemblablement secondé et amplifié par une manœuvre allemande car il coïncide avec une hausse du mark).

Au point de vue des index-numbers alliés, on peut constater que le niveau général est sensiblement deux fois celui d'avant-guerre en Angleterre comme aux Etats-Unis, et trois fois et demi celui d'avant-guerre en France. Dans les deux premiers pays les conditions économiques générales semblent presque suffisantes à elles seules pour expliquer cette dénivellation d'ensemble : multiplication des commandes provenant des autres belligérants et des anciens clients de l'Allemagne bloquée, désorganisation partielle de la production par suite de son changement d'orientation et de la mobilisation, enfin larges exportations à crédit (ce dernier point surtout sensible à cette époque pour les Etats-Unis, alors que les 2 premiers sont plus spéciaux à l'Angleterre).

Pour la France, les conditions économiques générales sont nettement plus défavorables encore : concurrence annihilée, mobilisation poussée très loin, consommation considérable des armées en matériel et en nourriture (les conséquences immédiates de cette consommation sont, il est vrai, réduites grâce au régime des importations à crédit, principalement de celles en provenance des Etats-Unis). Cependant, la différence de niveau avec les Etats-Unis et l'Angleterre est si considérable que le facteur monétaire doit y jouer son rôle ; ce n'est pas la réduction du pouvoir d'achat de l'unité monétaire à l'étranger qui entre en ligne compte, puisque ces achats sont couverts en grande partie par des avances et que d'ailleurs le change reste stable ; mais la multiplication des billets en circulation dans le pays a sans doute dépassé la mesure qui eût été justifiée par l'augmentation du volume des transactions et par les possibilités de crédit intérieur : avec l'excuse, il est vrai, de la partie militaire engagée, la politique budgétaire a déjà commencé ses imprudences et rien n'a été fait pour limiter la consommation aux armées, les salaires des ouvriers dans les usines de guerre, sans parler même des bénéfices énormes réalisés par les producteurs non mobilisés et les intermédiaires.

Le mouvement des prix consiste en une baisse : accentuée et déclanchée immédiatement en France, — sensible, mais seulement à partir du début de 1919, en Angleterre, — relativement faible et tourmentée aux Etats-Unis, un revirement à la hausse se manifestant dès mars 1919 par suite de l'afflux des commandes d'après-guerre, les pays centraux multipliant les leurs (le facteur de l'afflux de l'or va bientôt jouer, mais surtout à partir d'avril).

L'Allemagne est dans une situation spéciale. Au point de vue du *change* à Genève, on peut parler d'un *niveau général* entre l'armistice et février 1919; il est très bas par rapport aux changes alliés à ce moment, et vient de subir une chute très forte depuis juillet-août 1918 (contre-partie de la hausse des alliés).

Le niveau général de la prime de l'or sur le mark est légèrement supérieur à 200 (contre 105 pour la France et 102 pour l'Angleterre). Il est inférieur à celui des index-numbers, autant que nous pouvons en juger d'après celui qui nous est donné pour la première fois en janvier 1919 : 262,2. Il est très inférieur à celui de l'inflation dont le chiffre représentatif passe de 500 à 850 entre novembre 1918 et mars 1919.

Il faut noter que les importations ne se sont développées progressivement qu'en fin 1918 et surtout en 1919, et que le mark, s'il n'a pas été soutenu par des avances d'ordre politique, l'a été par des crédits commerciaux consentis aussitôt après l'armistice par le marché américain, surtout pour ce qui concerne les importations alimentaires. Il commencera sa chute en février et, pendant tout le milieu de 1919, la prime se tiendra au voisinage de l'index des prix intérieurs qu'elle aura rattrapé en avril; nous étudierons le phénomène dans un chapitre ultérieur.

Les mouvements secondaires ont été nettement spéculatifs; il suffit de dire qu'ils ont été sensiblement l'inverse des mouvements du franc et de la livre et de rappeler ce que nous avons dit d'une pression probable de l'Allemagne en décembre.

L'index des *prix de gros* n'apparaissant qu'en janvier 1919, il nous est difficile de préjuger de ses variations en fin 1918; mais il semble bien, à l'allure de la courbe dans les premiers mois de 1919, qu'il est sensiblement stationnaire, avec tendance à la hausse.

Quant au *niveau des prix intérieurs* au début de 1919, il est intermédiaire entre celui de l'Angleterre et des Etats-Unis d'une part, celui de la France de l'autre; nous avons interprété plus haut cette constatation.

La Circulation est aussi inférieure à ce qu'elle est en France; elle n'atteint 25 milliards de marks qu'en fin mars; il est vrai qu'elle était inférieure à 3 milliards en juillet 1914, alors que celle de la France atteignait 6 milliards $1/2$ et que l'augmentation est donc plus importante.

CONCLUSIONS

Le gros facteur pour l'époque envisagée est celle du *CREDIT*:

continuation des crédits accordés par les Etats Unis aux Alliés d'Europe, crédits commerciaux et crédits politiques (nous reviendrons sur cette distinction, qui prendra surtout de l'importance par la suite);

très large crédit consenti par le monde, pendant et après la victoire, au bloc économique des Alliés et Associés;

crédits commerciaux accordés à l'Allemagne, à la suite de l'effondrement du crédit politique entre juillet-août et novembre 1918.

L'accessoire du crédit est la *spéculation* qui influence les mouvements secondaires du change, oscillations en sens inverse d'une époque à une autre, et, à la même époque, pour les Alliés et Associés d'une part, l'Allemagne d'autre part.

Nous ne relevons aucune relation sensible à cette époque entre les mouvements des prix et ceux du change d'une part,

ceux de l'inflation de l'autre; quant aux budgets, ils sont trop anormaux pour entrer en ligne de compte; et les balances commerciales sont muettes : il n'y a pas de courant commercial établi; y en aurait-il que les crédits fausseraient complètement la signification de la balance.

En somme la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie ne se manifeste guère, sauf pour l'Allemagne, par la baisse du change; mais elle se traduit surtout par la hausse des prix de gros, tant à l'intérieur des pays que sur le marché mondial et spécialement le marché américain; sous cette forme, elle résulte beaucoup plus de la désorganisation de la production et de la suppression de la concurrence que du facteur monétaire proprement dit. La multiplication des unités monétaires a été absorbée depuis 1914 par le développement du crédit intérieur et extérieur, la multiplication des transactions (l'importance des achats de guerre dépassant largement la diminution des transactions privées) et la consommation de l'épargne qui ne se renouvelle pas (nous l'entendons au point de vue général et non au point de vue de la somme des épargnes particulières).

SECTION II

L'Allemagne

CHAPITRE PREMIER.

Situation générale¹

Contrairement au mode d'exposé que nous adopterons pour l'Angleterre et pour la France, nous attacherons peu d'importance et de confiance aux chiffres des statistiques officielles allemandes. Nos raisons sont les suivantes :

Ces statistiques, si complètes avant-guerre qu'elles en étaient souvent touffues, sont au contraire pleines de lacunes et d'erreurs volontaires pendant la guerre et les années suivantes.

— Leurs indications, même dans la mesure où elles peuvent être considérées comme exactes et sérieusement établies, sont absolument faussées à partir de 1918 par les mouvements désordonnés du mark ; exprimées en marks-papier, elles accusent un accroissement prodigieux de tous les chif-

1. Voir, sur l'opportunité de cet exposé, le début du chapitre premier, Section IV (La France).

fres qui ne correspond à rien de réel ; convertis en marks-orsur la base du change, elles sont tout artificielles et d'autant plus dangereuses que, paraissant fondées sur un élément stable, elles dénaturent complètement la physionomie des phénomènes intérieurs du pays.

— Enfin, les renseignements que nous en pourrions tirer n'ont au fond qu'une importance extrêmement réduite ; en effet, toute la situation économique de l'Allemagne à l'issue de la guerre va graviter autour d'un point central : les versements au titre des réparations.

Renonçant à peser les renseignements provenant de sources diverses, renseignements contradictoires et souvent tendancieux, nous nous contenterons de résumer, à titre documentaire, certains exposés qui nous ont paru particulièrement intéressants et éloquents, ou de citer, à titre indicatif, certains chiffres dont la responsabilité doit être laissée aux sources dont ils émanent :

— A la veille de la Conférence de Spa, et dans le but évident d'étaler la détresse financière de l'Allemagne, la *Gazette de Francfort* brosse le tableau suivant :

— Au 31 mars 1920, la dette du Reich atteint 197 milliards de marks, dont 91 seulement correspondant à la dette consolidée ;

— Au 1^{er} Août 1919, le montant total des dettes assumées par les Etats allemands s'élève à 17 milliards $1/2$ pour la dette consolidée, 12 milliards $1/2$ pour les obligations à courte échéance, 10 milliards pour la dette flottante.

La dette complète de l'Allemagne, à cette époque, fin 1919-commencement 1920, est donc de 260 milliards de marks, soit 4.500 marks par habitant ; elle a décuplé, en valeur nominale par habitant, depuis 1914.

En ce qui concerne le budget d'Empire pour l'année 1920, les dépenses totales prévues dépassent largement 54 milliards de marks ; elles comprennent en effet 27,9 milliards pour le budget ordinaire, 11,6 milliards pour le budget extraordinaire,

15 milliards pour couvrir le déficit des Administrations des postes et des chemins de fer; il faut prévoir, en outre, près d'une dizaine de milliards pour l'Assistance Nationale, qui a coûté 2 milliards au cours du premier trimestre; il faut y ajouter plusieurs milliards d'indemnités accordées au cours de ce même premier trimestre aux victimes des derniers troubles et émeutes.

Quant aux dépenses des Etats Allemands et des Communes, elles se sont élevées à 6 milliards en 1919; on peut prévoir qu'elles seront triplées en 1920 et atteindront 18 milliards.

Les dépenses totales du peuple allemand en 1920 se monteront donc à environ 82 milliards et demi de marks.

Or, les ressources d'Empire atteindront 22 milliards pour le budget ordinaire, 3 milliards pour le budget extraordinaire (impôt de guerre payable en une seule fois), soit en tout 25 milliards.

Les recettes des Etats particuliers et des Communes s'élèveront, en tout, à une quinzaine de milliards.

Les recettes totales seront donc de 42,9 milliards.

Reste un déficit non couvert de 39,6 milliards pour les finances publiques de l'année 1920.

— Lors de la discussion du budget français de 1922 devant la Commission Sénatoriale des finances, le rapport établi par M. H. Béranger contient un tableau récapitulant les budgets d'Empire de 1914 à 1922.

Nous y voyons qu'entre l'exercice 1914-15 et l'Exercice 1921-22 (chiffres provisoires) les dépenses ont passé de 8,7 à 251 milliards de marks; tandis que les recettes passaient de 2,3 à 105 milliards; et le déficit annuel à couvrir par voie d'emprunt, de 6,4 à 146 milliards. La progression est particulièrement rapide à partir de l'Exercice 1918-19; dans les quatre années qui ont suivi cet Exercice, les dépenses, qui avaient quintuplé depuis 1914-15, ont presque doublé à chaque reprise; les recettes, qui avaient seulement triplé depuis 1914-15, ont successivement triplé, quadruplé et moins que doublé; le déficit a passé de 37,2 à 146 milliards.

La dette d'Empire qui était de 6 milliards en 1914 atteindrait 306 milliards en fin 1921 (dont 86 pour la dette consolidée et 220 pour la dette flottante).

Le déficit des Chemins de fer et des postes est d'environ 14 milliards en 1920 ; le nombre des fonctionnaires a augmenté de 80 %, la politique du pain a coûté 7 milliards 1/2 en 1919, 10 milliards en 1920, 14 milliards environ en 1921 ; la politique alimentaire sur l'ensemble des autres articles (vian e, lait, graisse, beurre, margarine et fromages) a coûté plus de 8 milliards et demi en 1920, 22 milliards 1/2 en 1921.

— Ainsi la hausse des prix intérieurs et celle des prix d'importation ne suffit pas à expliquer cette augmentation accélérée du déficit : le Gouvernement allemand n'a fait aucun effort sérieux pour l'enrayer, si même il ne l'a pas encouragé.

En ce qui concerne spécialement la dette d'Empire, nous avons vu qu'elle est évaluée dans le rapport Béranger, en fin 1921, à 306 milliards, dont 86 pour la dette consolidée et 220 pour la dette flotante.

La dette provenant de la guerre elle-même n'est guère que de 80 milliards, sensiblement le montant de la dette consolidée (emprunts semestriels pendant toute la durée des hostilités). — La dette consolidée est donc en presque totalité d'ordre intérieur.

Des renseignements ultérieurs, fournis par le Gouvernement allemand au début de 1922, nous apprennent qu'au cours de 1921, 6 milliards et demi de la Dette consolidée ont été rachetés pour soutenir les cours. Le montant de cette Dette consolidée aurait été ramené à 73,5 milliards. Par contre la dette flottante aurait atteint 246.921 millions au 31 décembre 1921 dont 132.331 millions représentant des avances de la Reichbank et 114.590 placés dans le public. Le total de la dette serait donc en fin 1921 d'environ 320 milliards.

Une part importante de la dette flottante doit être détenue par les spéculateurs étrangers.

— Une statistique officieuse du Commerce extérieur alle-

mand paraît en juillet 1920, pour la première fois depuis 1914; elle accuse, pour l'année 1919, 32.276 millions de marks d'importations et 10.057 millions de marks d'exportations: pour les 5 premiers mois de 1920, les chiffres respectifs sont de 28.480 et 23.688 millions de marks; on constate un excédent d'exportations dès Avril 1920.

Mais en réponse à une question posée lors de la Conférence de Bruxelles les délégués allemands fournissent les chiffres suivants: pour 1919, 32.551 millions d'importations et 9.974 millions d'exportations: pour les six premiers mois de 1920, 60.000 millions d'importations et 25.600 millions d'exportations. Le tonnage des importations, en milliers de tonnes, serait passé de 70.689 pour la moyenne annuelle de 1911-13, à 9.924 pour 1919 et 8.408 pour les six premiers mois de 1920; le tonnage des exportations, de 66.155 à 12.085 et 13.018.

La statistique officielle ne reparait qu'à partir de mai 1921; elle accuse pour ce mois un déficit de 928 millions de marks-papier (4.558 millions d'exportation contre 5.486 millions d'importation); ce déficit croît jusqu'en octobre où il atteint 4.164 millions, puis retombe à 360 millions en novembre et fait place enfin en décembre à un excédent de 900 millions (14.600 millions d'exportation contre 13.700 millions d'importation).

La seule autre indication d'ensemble qui ait été fournie est une donnée de 1922 en marks-or d'après laquelle les importations auraient atteint, en moyenne, entre 1919 et 1922, 60 % de leur valeur d'avant-guerre (10.800 millions de marks) et les exportations, toujours en marks-or par rapport à celles de 1914 (10.100 millions de marks): 20 %, en 1919, 50 % en 1920 et 36 % en 1921.

Outre les contradictions relevées ci-dessus, de nombreux indices semblent montrer que les exportations allemandes sont systématiquement sous-estimées. Ainsi, pour l'année 1920, les exportations allemandes en France ont atteint 2.658.429.000 frs, alors que les exportations françaises en Al-

l'Allemagne n'ont été que de 1.180.261.000 frs ; or, la France n'est, de loin pas, le client le plus favorable pour l'Allemagne, puisque son change est relativement bas ; il est probable que, dans les pays à changes élevés les exportations allemandes ont été proportionnellement bien plus considérables encore. D'ailleurs la statistique française des échanges franco-allemands établit, vers la fin de 1921, que les exportations allemandes en France sont sensiblement triples de celles qu'accusent les statistiques allemandes.

Celles-ci ne présentent donc aucun intérêt ; notons simplement qu'elles avouent, pour la première fois depuis la guerre, un solde actif continu entre mai et décembre 1921, l'excédent ayant été surtout sensible en novembre et en décembre, et provenant principalement d'une réduction des importations alimentaires ; pour cette période, de mai-décembre, les chiffres officiels allemands sont de : 20,9 millions de quintaux et 13,7 milliards de marks-importations, 19,3 millions de quintaux et 14,6 milliards de marks-exportations.

Nous sommes en droit de supposer que la balance a été favorable à l'Allemagne, bien avant que celle-ci en ait fait l'aveu et dans une mesure beaucoup plus forte. Il n'est pas douteux qu'elle ait été alourdie surtout par les importations alimentaires (ainsi le déficit est très sérieux dans les premiers mois de 1920 ; les importations sont doubles des exportations en Janvier, s'il faut en croire la statistique officielle de juillet 1920 ; dès Avril, les mêmes statistiques accusent un excédent ; ce revirement subit ne peut tenir qu'aux importations alimentaires très actives au cours de la mauvaise saison et arrêtées au printemps ; d'ailleurs, nous allons voir plus loin que la production agricole du Reich, elle, a été assez sérieusement atteinte) ; mais, étant donnée la politique alimentaire du Reich signalée plus haut à l'occasion du budget, les finances publiques en ont subi le plus gros poids ; tandis que les particuliers et spécialement les industriels s'enrichissaient en exportant et en nourrissant leurs ouvriers à bas prix.

— L'essor industriel du Reich nous est témoigné par bien d'autres côtés :

Le nombre des failites n'est que de 1324 en 1920 et de 2.975 en 1921, au plus fort de la crise économique mondiale, alors qu'il atteignait 9.725 en 1913.

Les émissions industrielles, sous forme d'actions et d'obligations, atteignent plus de 2 milliards en 1919, 11 milliards de marks en 1920, et dépassent 21 milliards 1/2 en 1921.

La cote des valeurs à la Bourse de Berlin subit, il est vrai, des variations très importantes, tantôt dans un sens et tantôt dans l'autre; ainsi, en représentant par l'indice 100 la cote moyenne des valeurs à la Bourse de Berlin le 2 janvier 1920, cette cote atteint les valeurs successives suivantes : 157 le 1^{er} mars, 109 le 1^{er} juin (début de la crise mondiale des affaires), 143 le 7 août, 190 le 31 décembre, 194 le 8 janvier 1921, 151 le 5 mars, 172 le 18 juin, 292 le 7 octobre, 463 le 10 novembre et 295 le 12 décembre 1921; mais il faut y voir, surtout en 1921, des mouvements de la spéculation qui, à certaines époques, convertit par masses les marks qu'elle détient en valeurs allemandes, causant ainsi une hausse anormale et subite, suivie d'une réaction non moins brutale; nous en avons un exemple frappant en novembre 1921 (voir les cotes ci-dessus) où certaines valeurs industrielles arrivent à coter plus de 1000 %, certaines valeurs de grandes Banques plus de 500 %.

En juillet 1921, il n'est bruit en Allemagne que d'une crise de chômage très aiguë; le Reichstag vote, avant de partir en vacances, une loi pour le développement immédiat des grands travaux publics avec subventions aux entrepreneurs, etc... Cependant, la production allemande de charbon est en 1920-21 de 131 milliers de tonnes, contre 117 milliers 1/2 en 1919-20 et 173 milliers 1/2 en 1913 (alors que l'Allemagne exploitait la Sarre). Nous avons vu que, de l'aveu même des statistiques allemandes, la balance commerciale est sérieusement en voie d'amélioration entre Mai et Décembre 1921. Enfin, le

Berliner Tageblatt parle depuis plusieurs mois de l'arrêt complet de l'industrie allemande, par suite de la rareté du charbon, de la baisse sur les prix des fers étrangers...; or, depuis mars, les valeurs industrielles manifestent une hausse continue; la *Bank* annonce, en Avril, des commandes importantes de locomotives de la part des Soviets et de la Roumanie (elle avance même des chiffres qui semblent exagérés : 2 millions 1/2 de marks-or pour la Russie).

Finalement, nous avons tout lieu de croire que l'essor industriel de l'Allemagne a été beaucoup plus rapide, dans son ensemble, que ne le témoignent les statistiques; les sous-évaluations et les informations tendancieuses tendent à dissimuler cet essor, de manière à éluder les obligations du traité de Versailles, et aussi à ne pas effrayer les autres pays producteurs et à éviter des mesures de défense contre l'expansion germanique; alors que la première considération est à la base de toute la politique allemande, la seconde a joué surtout au cours de la crise économique mondiale : cette crise a pu réduire les bénéfices que les producteurs allemands tiraient de leurs ventes à l'étranger, mais elle n'a pas dû fermer leurs débouchés dans une forte proportion, leurs prix de revient étant très faibles, ainsi qu'en témoigne l'index-or, par suite de la baisse presque continue du mark et des sacrifices assumés par l'Etat.

— La production agricole a été, elle, beaucoup plus durement atteinte, et définitivement dans une certaine mesure par la perte des provinces de la Pologne et de l'Alsace; les surfacesensemencées atteignaient 13.930.000 hectares en 1914; 11.820.000 hectares en 1917; 9.570.000 hectares seulement en 1919.

D'après les documents de source allemande, les cessions territoriales imposées par le Traité de Versailles ont enlevé à l'Allemagne : 4.960.000 hectares de terres cultivables, ce qui représente 14,2 % de l'ensemble de ses terres cultivables en 1913; sur lesquels 3.930.000 hectares effectivement en

culture, ce qui représente 15,4 % de l'ensemble de ses exploitations agricoles en 1914.

Le bétail existant en 1913 sur les territoires cédés se répartissait en :

Chevaux	701.499 têtes, ou 15,5 %
Bœufs	2.346.073 têtes, ou 11,2 %
Porcs	2.884.020 têtes, ou 11,2 %

(de l'ensemble existant en Allemagne à cette époque).

Mais les cessions territoriales n'ont pas été les seules causes de la diminution dans le rendement des récoltes ; les chiffres publiés par le Ministère de l'Agriculture du Reich donnent, entre autres, en comparant les rendements en tonnes au cours des différentes années, *dans les limites actuelles du Reich* :

	1913	1918	1919	1920	1921
Froment	4.043.084	2.340.000	2.170.000	2.247.551	2.933.820
Seigle	10.131.807	6.680.000	6.100.000	4.934.360	6.798.658
Avoine	8.618.618	4.380.000	4.490.000	4.826.124	5.004.983
P. de t.	44.018.758	24.740.000	21.480.000	28.877.190	26.151.330

Ainsi l'essor de 1920 lui-même, qui a intéressé presque toutes les branches de l'industrie et du commerce, n'a pas amélioré sensiblement la production agricole : la main-d'œuvre paysanne a été particulièrement décimée pendant la guerre, plus encore qu'en France peut-être par suite de la mobilisation industrielle ; l'exode des campagnes vers les villes s'est accentué depuis la guerre dans le monde entier (la crise du loyer en est un indice tangible).

Ainsi, la perte des provinces agricoles n'a pu être compensée par une augmentation du rendement à l'hectare. Or, il ne faut pas oublier que, déjà avant la guerre, l'Allemagne était largement tributaire de l'étranger pour les produits alimentaires : la production de son sol s'était développée d'une manière surprenante et le rendement obtenu était considérable ; ce développement n'était cependant pas en rapport avec celui de la population et de l'industrie, et la disproportion s'était manifestée depuis de nombreuses années par une augmentation

progressive, et inquiétante à bien des points de vue, du taux de la population urbaine relativement à la population rurale.

— Nous en arrivons maintenant à la question qui est la clef de toute la politique allemande, celle des réparations. Rappelons d'abord qu'aucun chiffre n'avait été fixé, par le traité de Versailles, pour l'ensemble de la dette des réparations : cette fixation devait intervenir au 1^{er} mai 1921, par les soins de la Commission des réparations ; jusqu'à cette date, l'Allemagne était assujettie à un certain nombre de versements s'élevant au total à 20 milliards de marks-or.

Dès lors, jusqu'au 1^{er} mai 1921, l'effort de l'Allemagne va porter tout d'abord sur la dissimulation de ses capacités de paiement ; des pressions de tous ordres vont s'exercer en vue d'inciter la Commission des réparations à arrêter un chiffre total relativement faible ; pour se rendre compte de l'enjeu, il suffit de rappeler que ce chiffre a été fixé à 132 milliards de francs, alors que certains hommes d'Etat français avaient, à de certaines époques, estimé la seule créance française au-dessus de cette somme et qu'au contraire dès avril 1920, à la conférence de San-Remo, MM. Lloyd Georges et Nitti proposaient 90 milliards de marks-or pour l'ensemble. Un autre point particulièrement intéressant pour l'Allemagne était la fixation du nombre des annuités sur lesquelles se répartiraient les versements : les 30 annuités proposées à San-Remo ont été portées à 42 à partir de la Conférence de Boulogne. Enfin, les modalités arrêtées par l'état de paiement du 5 mai 1921 ont amené pratiquement une nouvelle réduction de la dette globale ; cet état a prévu en effet le versement d'annuités fixes (2 milliards de marks-or) et d'annuités variables (25 % des exportations allemandes, et une somme supplémentaire égale à 1 % de ces exportations), ainsi que la remise d'obligations représentatives de la dette en trois séries A, B et C, les deux premières séries portant seules intérêt de 2,5 à 5 % entre le 1^{er} mai 1921 et le 1^{er} mai 1926, et amortissement au taux de 1 % à dater du

1^{er} mai 1921 ; un Comité de garanties, désigné par la Commission des Réparations, était institué pour contrôler la perception des revenus allemands affectés aux réparations : douanes, taxes à l'importation et à l'exportation ; prélèvement de 25 % sur les exportations ; taxes nouvelles instituées par le Gouvernement allemand et acceptées par les Alliés.

Simultanément l'Allemagne, par des retards successifs et des discussions incessantes, est parvenue à ne verser, avant le 1^{er} mai 1921, qu'une somme très inférieure aux 20 milliards exigés par le Traité ; à cette date, les paiements en espèces n'atteignaient que 130 millions de marks-or ; les livraisons faites en exécution des conditions de l'armistice se montaient à 1.165 millions de marks-or et les prestations en nature à 1.230 millions. Cette affaire a été finalement mêlée à celle de l'état de paiement général et la défaillance entérinée en fait.

Pendant ce temps le pays s'est systématiquement appauvri en moyens de paiement internationaux ; nous verrons au cours des chapitres qui suivent la diminution de l'encaisse de la Reichbank, surtout en 1919 ; en août 1920, l'agence Radio estime à 73.200.900 marks-or le montant total des sorties officielles d'or depuis l'armistice, à destination des pays neutres : 11 millions et quart au Danemark, 15 millions en Suède, 22 millions et demi en Norvège, pour le règlement de produits alimentaires ; 2 millions 1/2 environ au Danemark, comme intérêts d'avances consenties à l'Allemagne ; en Suisse, 8 millions pour le service de la dette publique, 4 millions pour le service de la dette de la Croix-Rouge allemande, 10 millions comme intérêts d'avances consenties à l'Etat. Or, le chiffre des sorties dissimulées et des sorties à destination des pays alliés et surtout des Etats-Unis d'Amérique, pour le règlement des importations alimentaires, l'intérêt des avances commerciales, dépasse sans doute de beaucoup le chiffre précédent. Une étude de la Reichbank, en novembre 1920, évaluant à 2 milliards de marks-or les exportations de métal et de titres étrangers depuis l'armistice est certainement au-dessous de la réalité.

A partir du 1^{er} mai 1921, les efforts du Gouvernement allemand vont tendre à paralyser l'exécution de l'état de paiement et à en provoquer la révision; la campagne se poursuit activement au cours de l'année et aboutit dès le 14 décembre 1921 à la demande d'un moratorium.

Au 31 décembre 1921, les paiements en monnaies d'or et devises étrangères n'atteignent encore que 1.041.119.000 marks-or; pour obtenir le total des versements allemands il faut y ajouter 142.753.000 marks-or de recettes perçues pour le compte de l'Allemagne (paiement par le Danemark pour la cession d'une partie du Schleswig-Holstein : 65 millions; vente de matériel de guerre détruit : 40 millions; divers : 659.000 marks; recettes provenant du Reparation Recovery Act : 36.136.000 marks); mais le total ne dépasse pas de beaucoup le milliard.

Pour comprendre l'évolution de la situation monétaire et fiscale de l'Allemagne dans les années qui ont suivi la guerre, il ne faut pas perdre de vue le résultat auquel elle est arrivée en 1921, relativement à la fixation de sa dette et aux retards successifs apportés à ses versements, et la tendance qu'elle n'a cessé d'affirmer dans ce domaine. Nous répétons en terminant que nous y trouvons la clef de cette évolution.

CHAPITRE II

Mars 1919 à Février 1920

A) LE CALENDRIER DU CHANGE

C'est la période de la seconde grande chute du mark, la première ayant lieu, comme nous l'avons vu, d'août à décembre 1919.

Après le mouvement de reprise en décembre 1919 — que nous avons attribué en grande partie à une manœuvre allemande, et qui est aussi une réaction spontanée contre l'amplitude de la baisse précédente — et les oscillations avec tendance à la baisse qui indiquent la lutte entre les efforts de l'Allemagne pour maintenir les cours et les tendances défavorables qui s'accroissent — la chute reprend très brutalement le 18 mars 1919.

De cette date au 27 janvier 1920, nous observons une chute considérable; la prime de l'or passe de 242 le 18 mars 1919 à 2230 le 27 janvier 1920.

L'allure générale de la chute est accélérée surtout vers la fin; en prenant les chiffres au milieu des mouvements secondaires, nous obtenons :

242 le 18 mars,

415 le 12 août,

370 le 7 octobre,

750 le 4 novembre,
1033 le 2 décembre,
1318 le 20 janvier 1919, \n
2230 le 27 janvier.

Etudions maintenant le détail des mouvements ainsi que les événements à retenir :

a) chute très rapide du 18 mars (prime 242) au 22 avril (prime 340); c'est la continuation et l'accentuation de la tendance manifestée depuis le début de l'année, tendance que nous avons analysée précédemment;

b) très brusques oscillations en 3 semaines avec résultat nul (prime : 340 le 22 avril, 275 le 6 mai, 340 le 13 mai); aucun événement saillant pendant cette période; il semble que la hausse de 15 jours ait été une réaction un peu violente contre la grande chute précédente; elle est suivie d'une nouvelle réaction plus violente, car plus courte encore, consolidant les résultats de cette chute. Avrai dire ces observations sont faussées, car nous étudions le mark à Genève; or la période de la reprise momentanée du mark coïncide avec une hausse sensible du dollar par rapport au franc suisse; cette devise accuse donc un mouvement de baisse propre qui en fait momentanément un mauvais étalon de valeur; nous avons déjà dit ce qu'il y a d'arbitraire dans l'« équivalence avec l'or » tant que les libres mouvements du métal ne sont pas rétablis, tout au moins dans une partie importante du marché mondial;

c) palier du 13 mai au 10 juin (prime 340), avec légère oscillation entre les cotes 336 (le 27 mai) et 342 (le 3 juin). Se termine par une légère baisse : prime 353 le 17 juin. Coïncide avec les pourparlers assez difficiles qui précèdent la signature de la paix (à noter que le franc et la livre marquent un palier également pendant la même période); le marché attend les événements et est influencé défavorablement, à la fin de la période, par la résistance ultime de l'Allemagne à la signature du traité;

d) hausse brutale du mark du 17 au 24 juin (la prime tombe à 292), suivie immédiatement d'une réaction partielle (la prime remonte à 329 le 8 juillet), suivie elle-même d'une accalmie (prime 336 le 22 juillet, après être descendue à 327 le 15 juillet).

La hausse brutale du début coïncide avec la soumission de l'Allemagne, le 23 juin. C'est un mouvement de spéculation pure.

La baisse suivante est une réaction automatique contre ce mouvement de spéculation trop brutal. Nous notons simultanément l'incident de Scapa-Flow, et aussi une hausse du dollar, se traduisant par une baisse de la livre et du franc, à la suite d'envois importants d'or aux Etats-Unis.

L'accalmie se produit au moment où les places de Londres et de New-York sont occupées par l'émission d'emprunts nationaux, ce qui confirme le rôle de la spéculation anglaise et américaine dans les mouvements qui précèdent et qui suivent.

Le 22 juillet 1919, le mark réapparaît à New-York, à la suite des nombreux achats de l'Allemagne en Amérique; il est coté très légèrement au-dessus de ce qu'il est à Genève à la même date : la prime du dollar est de 328, alors que celle du franc suisse est de 336; la différence est encore accentuée du fait que le dollar est au-dessus du pair à Genève. A partir de ce moment, nous étudierons la prime du dollar, baptisée prime de l'or, pour le mark comme pour les autres devises.

e) chute continue et rapide du 24 juin au 9 décembre (prime 1230). Quelques réactions entre temps : prime 397 le 19 août contre 415 les 5, 12 août et 475 le 26; prime 530 le 30 septembre contre 545 le 23 et 570 le 7 octobre; prime 1082 le 18 novembre contre 850 le 11 et 975 le 25.

Il n'y a pas de raisons profondes à ces irrégularités; leur brusquerie même indique qu'il ne peut s'agir que de spéculation pure.

Notons que le mark est coté pour la première fois à Londres au début d'août 1919, et à Paris également en août (Berlin et Mayence; on espère que Mayence donnera une cote meilleure et plus facilement contrôlable).

Signalons aux environs de cette période les faits suivants :
— les mois de mai et juin ont vu le développement brutal de l'inflation, à la suite des envois d'or aux Etats-Unis (nous reviendrons sur ce point); au début d'août, une campagne de presse allemande attribue la dépréciation du mark aux exportations considérables de billets de banque, principalement par les habitants des pays occupés (40 à 50 millions de marks par jour); elle demande l'interdiction des achats de marchandises étrangères avec des billets; il semble bien que ce soit une manœuvre destinée simultanément à tromper l'opinion et à gêner les puissances occupantes.

— vers cette époque la Deutsche Bank négocie à New-York un crédit d'achats de 30 à 40 millions de dollars

— la presse anglaise répond à la presse allemande en estimant que l'évasion fiscale en Allemagne est une cause importante de la baisse du change (projet de grand impôt non renouvelable sur fortune).

— fin août projet d'emprunt allemand de 9 milliards de marks,

— fin août également, l'union des Banques allemandes, pour éviter les retraits de fonds, décide la hausse du taux de l'intérêt (1 1/2 sur les comptes chèques),

— mi-octobre-novembre, envois d'or à New-York : 5.250.000 de dollars, en compte des 158 millions dus pour vivres et autres fournitures,

— au début de novembre, campagne de journaux pour redonner confiance, en présence du règlement des importations antérieures et de l'accentuation dans la baisse du change.

— Au début de décembre, hausse des titres d'emprunts allemands; cette hausse décèle dès ce moment de nombreux achats effectués par les étrangers, alors que les capitaux

allemands tendent au contraire à s'évader; il faut noter cependant, d'autre part, que la souscription au nouvel emprunt allemand est ouverte et qu'il est de bonne politique pour le Gouvernement de faire monter les titres.

f) En décembre se dessine un palier assez net (prime 1230 le 9 décembre, 1145 le 16 décembre 1919 et 1154 le 6 janvier 1920, après passage par un minimum de 1120 le 23 décembre 1919), qui fléchit en janvier (1318 le 20 janvier), et finit par une chute très brutale (2230 le 27 janvier, et 2385 le 17 février), après une légère reprise (la prime étant passée par 2120 et 2230 les 3 et 10 février).

Ce qui domine la situation pendant le courant de décembre, c'est l'émission de l'emprunt allemand. Nous avons déjà vu que les titres d'emprunts étaient en hausse au début du mois. Il y a vraisemblablement un gros effort du Gouvernement pour réaliser à la fois cette hausse des titres et la stabilité du mark.

Des mesures sont édictées à ce moment pour le contrôle des exportations et des importations. Les exportations seront soumises à des Bureaux du Commerce extérieur qui fixeront les prix de vente de presque tous les produits (les autres produits étant soumis à des droits d'exportation à déterminer); ces Bureaux seront créés dans tous les centres de production; le Contrôle à l'importation sera renforcé et accompagné de nouvelles prohibitions et de l'aggravation des sanctions.

L'emprunt est un échec; un bref communiqué officiel du 17 décembre annonce les résultats : 3 milliards 800 millions de marks dont 1/2 milliard en titres d'emprunts de guerre; il donne cependant des disponibilités immédiates : 2 milliards seront mis aussitôt à la disposition de la Reich bank. De fait, si la circulation continue à croître légèrement du 23 au 31 décembre, passant de 34 milliards à 35 milliards 1/2, le portefeuille de la Banque passe brusquement pendant la même période de 34 à 41 milliards, les comptes courants et dépôts particuliers de 11 à 17 milliards.

Ces disponibilités sont bien vite absorbées; le 7 février, le portefeuille est retombé à 36 milliards, les comptes courants et dépôts particuliers au-dessous de 11 milliards.

D'ailleurs janvier 1920 est aussi une période de forte baisse pour la livre et le franc. C'est le moment où il apparaît nettement que l'Europe n'a pas à attendre l'aide de l'Amérique. Or le bilan de 1919 est déplorable, surtout pour l'Allemagne.

— En résumé, l'allure générale du change est une chute rapide, surtout depuis le 24 juin, et accélérée vers la fin, au début de 1920, avec un certain nombre d'irrégularités plus ou moins accentuées et provenant de spéculation provoquée ou spontanée; 2 paliers seuls, par leur durée, marquent de leur empreinte l'allure de la courbe :

Palier de mai-juin 1919, qui se retrouve plus ou moins nettement pour le franc et pour la livre, et tient à la réserve du marché en attendant la signature de la paix.

Palier de décembre 1919, en corrélation avec l'émission de l'emprunt allemand : pression du Gouvernement allemand en vue de faciliter l'émission, puis disponibilités immédiates provenant de l'emprunt, malgré son peu de succès.

B) INDEX DES PRIX INTERIEURS

Nous avons noté les raisons qui peuvent expliquer le niveau de l'index en janvier 1919 (262,2 contre 192,1 en Angleterre et 355 en France). Nous avons noté aussi que ce niveau, tout en s'élevant progressivement jusqu'en fin mars-commencement avril, était resté constamment supérieur à la prime de l'or, et que les 2 courbes se rejoignent seulement en avril.

A partir d'avril la hausse des prix va continuer avec une accélération progressive : l'index dépassera 300 en juin 400 en août, approchera de 500 dès septembre, atteindra 802 en décembre et 1685,1 en février 1920.

Particulièrement intéressante est la comparaison avec la prime de l'or; les 2 courbes restent enchevêtrées d'avril à août; puis la prime dépasse nettement l'index et, après un dernier rapprochement en fin septembre 1919, la différence ne fait que s'accroître jusqu'en fin 1919 (indice 802 et prime aux environs de 1200); l'écart diminue un peu, tout en restant important, en janvier-février 1920 : la prime dépasse 2000, alors que l'index est à 1685,1 en février.

— Nous suivons les variations de cet écart sur l'*index-or* : après sa baisse rapide au début de 1919, alors que la prime allait à la rencontre de l'index intérieur, il marque un arrêt d'avril à juin et se relève même nettement en juillet, atteignant la cote 100 (contre 91 en avril et 93 en juin); à ce moment, la hausse des prix s'accroît à son tour, elle suit une allure parallèle à celle de la prime et prend même un instant une allure plus rapide. L'*index-or* recommence sa chute en août et la poursuivra rapidement jusqu'en décembre 1919, atteignant la cote 71 : c'est la période pendant laquelle la hausse de la prime (la chute du change) s'accroît à nouveau, tandis que la hausse des prix conserve une allure à peu près constante. Enfin, l'*index-or* se relève de nouveau en janvier et marque un recul léger en février; la hausse des prix s'est accélérée, tandis que la hausse de la prime se ralentit plutôt.

Au sujet du niveau général de l'*index-or*, nous constatons qu'il est constamment inférieur à 100 (celui de 1914) et qu'il est particulièrement bas en fin 1919-commencement 1920; la constatation est plus frappante encore si l'on rapproche ce niveau de ceux des *index-or* américains, anglais et même français à la même époque, compris entre 200 et 250.

C) L'INFLATION

Au sujet de l'inflation, une première remarque s'impose : sans doute la circulation augmente constamment, passant de 16 milliards de marks en octobre 1918 à 22 milliards en

janvier 1919, 25 milliards en fin mars, 30 milliards en octobre, plus de 35 milliards en décembre et 38 milliards au début de février.

Mais aussi — et ce phénomène est nettement marqué au milieu de 1919 — l'encaisse métallique diminue très sérieusement, passant de 2 milliards $1/2$ en octobre 1918 à 2 milliards en mars, 1500 millions en mai et 1 milliard en décembre. C'est la conséquence du lourd tribut payé par l'Allemagne pour le règlement de ses importations américaines.

Suivons les phases du développement de l'inflation :

— Accélération sensible de fin mars à mi-mai 1919, par rapport à la période précédente; cette accélération tient uniquement à celle des sorties d'or : du 23 octobre 1918 au 23 mars 1919, en 5 mois, l'encaisse or a passé de 2549 à 2188 millions de marks, soit une diminution de 361 millions et de 72 millions en moyenne par mois; du 23 mars au 15 mai 1919, elle passe de 2.188 à 1.725 millions, soit une diminution de 463 millions en deux mois, à une allure plus que triple de la précédente. Au contraire, pendant la même période, les émissions se sont plutôt ralenties : du 23 octobre 1918 au 23 mars 1919, la Circulation avait augmenté de : $24.502 - 16.421 = 8.081$ millions à une allure moyenne de 1.616 millions par mois; du 23 mars au 15 mai elle n'augmente que de : $26.958 - 24.502 = 2.456$ millions en deux mois.

— Secousse très brusque de mi-mai à mi-juin, due à une sortie formidable d'or; la diminution de l'encaisse, en un mois, est de : $1.725 - 1.152 = 573$ millions. Par contre, l'augmentation de la circulation se maintient à l'allure réduite précédente : $28.275 - 26.958 = 1.317$ millions en un mois.

— A la suite de cette secousse, et des coïncidences que nous signalerons plus loin, le Gouvernement semble faire un gros effort; la diminution de l'encaisse est sensiblement arrêtée le 23 juin, au chiffre de 1.118 millions; or, à partir du 30 juin, la Circulation diminue pendant 2 mois environ; elle est de 29.968 à cette date et tombe à un minimum de 28.254 le 23 août.

— Puis les émissions reprennent : la Circulation atteint 31.319 millions le 22 novembre (augmentation moyenne d'environ un milliard par mois, du 23 août au 22 novembre); à cette même date du 22 novembre, l'encaisse est de 1091 millions, en diminution très légère sur celle du 23 juin.

— Après le 22 novembre 1919, les émissions s'accélérent, l'encaisse restant sensiblement invariable; la Circulation passe de 31.319 millions le 22 novembre à 38.039 millions le 7 février, à une allure moyenne de 2.800 environ par mois, presque double de ce qu'elle était du 23 octobre 1918 au 23 mars 1919, dernière période d'inflation continue (époque à laquelle l'encaisse métallique était, de plus, bien supérieure).

INTERPRÉTATION

Pendant une grande partie de l'année 1919, le phénomène que nous considérons comme le plus remarquable est le voisinage entre l'index des prix intérieurs et la prime du dollar sur le mark.

Nous ne pensons pas qu'il faut en conclure à une dévaluation absolue du mark, du même ordre sur le marché intérieur et sur le marché international; en effet les mêmes causes ne jouent pas sur les deux marchés : nous avons constaté une hausse des prix dans tous les pays, entre juillet 1914 et l'armistice, même aux Etats-Unis où il n'y a pas de dépréciation monétaire proprement dite, et nous avons attribué ce phénomène mondial à des causes d'ordre économique dans les domaines de la production, de la consommation et de la circulation des marchandises; il serait incompréhensible que l'Allemagne soit seule à ne pas subir ces influences et que sa situation économique soit, brusquement et isolément, revenue, quelques mois après l'armistice, à un état d'équilibre caractérisé par un niveau de l'index-or égal et même inférieur à celui de 1914.

Nous ne pouvons admettre que l'index-or ait baissé de ce chef avec la rapidité observée au début de 1919, — et vraisemblablement dès la seconde moitié de 1919, alors que les index-numbers ne nous sont pas encore donnés par les statistiques allemandes — tandis que la démobilisation se poursuit et que les effets des dépenses de guerre ne sont certainement pas encore effacées, ni ceux de l'essor industriel déjà prépondérants. L'allure du mouvement de l'index-or, à elle seule, suffit donc à rejeter l'explication du phénomène par le simple jeu des lois économiques proprement dites; nous sommes conduits alors à reporter notre attention sur les facteurs monétaires et à établir un rapprochement entre cette baisse rapide de l'index-or et la première chute accusée du mark.

Or nous avons vu que l'action énergique du Gouvernement allemand pendant la guerre avait eu d'importants résultats, en particulier celui de limiter la hausse des prix intérieurs; nous avons vu aussi que, pour de multiples causes — lassitude du pays à la suite de la défaite; poussée démagogique; impuissance du pouvoir central en face de l'anarchie tout d'abord, des dictatures politiques ou économiques par la suite; exploitation de ces difficultés vis-à-vis des puissances créancières — cette action cesse brusquement après l'armistice (voir Section I, Chapitre unique et Section II, Chapitre I).

Toutefois, malgré la carence du pouvoir à l'intérieur du pays, le Gouvernement a conservé pendant quelques mois la direction des transactions avec l'étranger. Cette réglementation n'empêche pas la chute de la devise jusqu'en mars 1919, alors que tout travaille contre elle : développement brusque des importations, émissions de billets, diminution du pouvoir d'achat sur le marché intérieur témoigné par la hausse des prix, événements politiques... Et la baisse rapide de l'index-or ne fait que traduire la baisse rapide du change.

Mais, en février et mars, la prime de l'or a rejoint sensiblement l'index des prix intérieurs; elle semble en voie de le

dépasser en avril. A ce moment, se produit une intervention très nette du Gouvernement allemand; elle se traduit, à partir d'avril et jusqu'en août, par le ralentissement des émissions et par d'importantes sorties d'or.

Le Gouvernement allemand prend à son compte le règlement des importations réalisées depuis l'armistice; il en effectue une grosse part en or, qu'il prélève sur l'encaisse de la Reich Bank, et le reste à l'aide de crédits qui lui sont ouverts sur les marchés étrangers.

Ces produits importés sont revendus par les organismes officiels ou officieux et le taux de conversion du mark est choisi de telle sorte que les particuliers paient au même prix les produits nationaux et les produits importés; le cours du change n'intervient donc pas à ce moment dans les transactions internationales et n'est qu'un taux déterminé arbitrairement par le cours des prix intérieurs. Le Gouvernement allemand serait cependant contraint à un effort supplémentaire s'il voulait artificiellement soutenir le cours de la devise, la spéculation travaillant contre elle; aussi cherche-t-il simultanément à impressionner favorablement l'opinion étrangère, et c'est à cette tendance qu'il faut rapporter le ralentissement des émissions d'avril à juillet; le résultat est que non seulement la prime du dollar ralentit sa chute et se maintient au voisinage de l'index intérieur (arrêt dans la baisse de l'index-or), mais encore qu'elle reste en juillet légèrement au-dessous de cet index tandis qu'en avril et en mai elle l'avait nettement dépassé. Inversement, cette amélioration permet au Gouvernement allemand d'agir sur les prix intérieurs et de retarder leur hausse, en limitant la hausse du taux de conversion. C'est ce que traduit le léger relèvement de l'index-or, qui atteint la cote 100 en juillet.

Le Gouvernement ne va pas pouvoir soutenir longtemps le poids d'une telle politique; dès juillet, alors que les exportations d'or diminuent, la hausse des prix intérieurs s'accélère; en fin juillet, la baisse du change s'accroît bien

plus encore et la prime repasse au-dessus de l'index; en août, un dernier effort est accompli, ainsi qu'en témoignent la réduction de la circulation et le recul de la prime au milieu du mois; mais, à la fin d'août, la chute accélérée du change reprend et, après une dernière réaction au courant de septembre, elle se précipitera de plus en plus jusqu'en février-mars 1920; de son côté, la hausse des prix intérieurs s'accélère progressivement jusqu'en février 1920, l'index restant toutefois d'une façon constante inférieur à la prime; enfin les émissions reprennent en septembre et s'accélèrent à la fin de 1919 et au début de 1920. Pendant cette période les importations se développent, par suite de l'augmentation des besoins alimentaires dès le début de la mauvaise saison et aussi des acquisitions de matières pour le compte de l'industrie qui est en plein essor. Or le Gouvernement ne peut plus assumer la charge des règlements extérieurs. Epuisé par l'effort accompli, il est débordé de toutes parts; il n'a pu ou n'a voulu prendre aucune disposition pour adapter les impôts au cours des prix ni même pour les faire entrer; il ne peut se contenter des emprunts : celui d'août a été encore un demi-succès (environ 9 milliards), mais celui de décembre est un échec et ne rapporte guère que 3 milliards, qui sont utilisés un instant pour soutenir le change en janvier 1920 (oscillation de l'index-or) et sont absorbés dès février; cependant la hausse des prix accentue le déficit budgétaire; aussi dès septembre la politique des émissions reprend-elle. Ces émissions accentuent à leur tour la hausse des prix et la baisse du change (avec, comme corollaire, une nouvelle chute rapide de l'index-or) et le cycle se poursuit, l'accélération de chaque élément entraînant celle des autres.

CONCLUSIONS

Nous ne reviendrons pas sur ce que nous avons exposé dans le courant du chapitre au sujet de la politique générale du Gouvernement.

Nous ne retiendrons que les considérations qui intéressent le jeu même des différents éléments :

1^o *La chute rapide du change jusqu'en avril 1919* est principalement le fait de la spéculation, influencée par les événements politiques ; les règlements à l'étranger ne s'étant pas encore développés et la barrière économique érigée pendant la guerre subsistant, elle n'influe pas sensiblement sur la hausse des prix de gros, qui continue à une allure modérée

2^o *Les courbes de l'index intérieur et de la prime de l'or sont remarquablement voisines, la chute du change se ralentissant entre avril et août 1919* : le change ne représente guère pendant cette période qu'un taux de conversion arbitraire consenti à ses nationaux par le Gouvernement allemand, qui règle à son compte la plus grande part des importations effectuées depuis l'armistice et affecte d'ailleurs à ces règlements l'or prélevé sur l'encaisse de la Reichbank ; le taux de conversion est fixé au voisinage du pouvoir d'achat de la devise sur le marché intérieur.

3^o Simultanément le Gouvernement cherche à impressionner favorablement l'opinion et ralentit les émissions de billets ; aidé de la sorte par la spéculation, au lieu d'être gêné par elle, *il peut agir sur le taux de conversion*, c'est-à-dire sur le prix de revente des produits importés, et par là indirectement sur la hausse des prix intérieurs dont il retarde l'accélération. Au moment où il va être débordé, en août, il va jusqu'à réduire la circulation et réussit encore pendant une quinzaine à provoquer un ressaut du change. Par contre, dès juillet, il n'a plus les moyens de s'opposer à l'accélération rapide de la hausse intérieure ;

4^o *La hausse des prix intérieurs est donc un mouvement propre* résultant : d'abord du niveau relativement bas auxquels les prix se sont maintenus jusqu'à la fin de la guerre (grâce surtout aux restrictions que subissait la consommation) ; ensuite de l'essor de la production et de la tendance

générale que nous constaterons sur tous les marchés du monde. Les émissions constantes, surtout au début et à la fin de 1919, la baisse du change, surtout à la fin de 1919, ont pu favoriser cette hausse et expliquer sa continuité d'abord, son accélération progressive ensuite, mais elles n'en sont pas les causes premières ;

5° L'effort accompli par le Gouvernement entre avril et août 1919 a eu pour résultat, non seulement d'entamer sérieusement l'encaisse de la Reichbank, mais aussi d'augmenter la dette extérieure et le déficit budgétaire. Ainsi s'explique *la reprise des émissions, qui vont s'accélérer en fin d'année* ; à ce moment nous assistons simultanément à la hausse rapide des prix intérieurs, à la hausse plus rapide encore de la prime et au développement de l'inflation ;

6° *L'index-or est un niveau extrêmement bas*, surtout si on le compare à ceux des autres Etats ; mais il ne reflète pas la situation économique du pays : le rapprochement entre la diminution du pouvoir d'achat de la devise sur le marché des changes et sur le marché intérieur est tout artificiel, étant donné les cloisons étanches qui séparent ces marchés (malgré les quelques brèches apportées vers la fin de 1919 à la barrière économique qui enserre le Reich depuis la guerre, et que le Gouvernement cherche d'ailleurs à aveugler par la création des Bureaux du Commerce extérieur en décembre). Mais le niveau très bas de l'index-or équivaut à une prime considérable à l'exportation, dont la production allemande va largement bénéficier ;

7° *On ne peut pas dire, pour l'époque qui nous occupe, que l'Allemagne a systématisé l'inflation, ni que les variations des autres éléments ont leur origine même dans cette inflation* ; nous avons vu les hésitations dans le développement des émissions ; nous avons constaté aussi que les hausses de l'index et de la prime ne se sont pas arrêtées pendant les deux mois de juillet et août 1919, où la circulation a diminué et, d'autre part, qu'elles n'ont pas suivi le bond fait par le chiffre représenta-

tif de l'inflation au moment des importantes sorties d'or, en mai et juin 1919; par contre, en septembre, la hausse des prix a été certainement l'un des facteurs qui a contraint le Gouvernement à reprendre les émissions de billets. En somme la persistance, à travers quelques hésitations ou reculs momentanés, de l'inflation, de la baisse du change et de la hausse des prix est la conséquence de la politique générale du Gouvernement, politique du moindre effort et de la non solvabilité, entraînant entre autres le dérèglement de la consommation et l'accentuation du déficit budgétaire. Or les *différents facteurs réagissent eux-mêmes les uns sur les autres*, et la hausse de l'un des éléments entraîne la hausse des autres et ainsi de suite.

8° *L'influence de l'inflation sur les variations des autres éléments est toutefois considérable pour l'Allemagne, particulièrement en fin 1919 et commencement de 1920*; l'index intérieur et la prime de l'or atteignent des cotes qui n'ont plus aucun rapport avec celles des autres pays, même de la France, tout particulièrement atteinte par la guerre; le niveau élevé de l'inflation peut seul expliquer à cette époque l'ordre de grandeur de ces cotes pour l'Allemagne. Il faut dire que l'inflation atteint des proportions considérables; d'autre part les transactions internationales commencent à peser sur le marché des changes; le Gouvernement n'a plus les mêmes possibilités d'intervention que précédemment et le développement des importations s'accuse : importations alimentaires au cours de la mauvaise saison et importations de matières premières nécessaires au plein essor de l'industrie;

9° *L'influence de l'inflation n'est pas de même nature, ni du même ordre, selon que celle-ci résulte de la diminution de l'encaisse ou des émissions de billets.*

La diminution très rapide de l'encaisse en mai et juin a bien coïncidé avec un alourdissement du change, mais sans aucune proportion avec la hausse brutale du chiffre

représentatif de l'inflation; ainsi *la diminution de l'encaisse n'a qu'une action immédiate fort réduite sur le change*; elle semble n'avoir guère pour effet que d'impressionner défavorablement la spéculation, et encore cet effet est-il à la fois très limité et très superficiel; par contre la diminution de l'encaisse a certainement une action sur l'avenir du change, en réduisant les possibilités d'intervention du Gouvernement.

Les émissions de billets ont une action immédiate beaucoup plus nette et plus importante; celle action se manifeste à la fois sur les mouvements de l'index intérieur et sur les mouvements du change; les émissions favorisent ou consolident la hausse des prix intérieurs; elles accélèrent plus encore et consolident la baisse du change, directement par l'effet de la spéculation qu'elles impressionnent très défavorablement, indirectement et avec un certain retard par la répercussion de la hausse des prix. Inversement une diminution même très momentanée de la circulation peut amener brusquement une hausse très momentanée du change, par la vive impression qu'elle produit sur la spéculation, ainsi que nous l'avons constaté au début d'août 1919.

L'influence du niveau de l'inflation est beaucoup moins nette que celle du sens de ses variations; ainsi, du 23 août au 15 octobre 1919, la reprise des émissions accélère les hausses de l'index et de la prime alors que, étant donné leur recul des deux mois précédents, le chiffre représentatif de l'inflation et le chiffre de la circulation restent inférieurs aux cotes qu'ils avaient atteintes le 1^{er} juillet.

CHAPITRE III

Février 1920 à Janvier 1921

A) LE CALENDRIER DU CHANGE.

L'année 1920 marque une amélioration dans la tenue générale du change; la prime se maintient constamment à partir de Mars au-dessous de la cote 2.385 (atteinte le 17 février) et descend jusqu'à la cote 850.

Nous distinguons trois grands mouvements :

a) Hausse rapide de commencement mars à fin mai, la prime passant de 2.384 le 2 mars à 852 le 25 mai.

b) Baisse de juin à septembre, la prime atteignant 1520 le 21 septembre.

c) Baisse lente terminée par un long palier, la prime se maintenant en fin décembre à 1.750, après avoir touché 1980 un instant au début de novembre.

Reprenons le détail de ces mouvements et des événements à retenir :

a) *Hausse du 2 mars au 25 mai.* — Cette hausse est précédée d'une double oscillation très forte entre le 17 février et le 16 mars, la prime atteignant 1.823 et 1.821 respectivement le 24 février et le 9 mars contre 2 385 le 17 février et le 2 mars.

Puis, après un dernier ressaut entre le 9 et le 23 mars, date à laquelle la prime touche la cote 1910, la hausse se déclanche et elle continue jusqu'en fin mai, sauf une réaction momentanée entre le 13 et le 20 avril, suivie d'un palier entre le 20 et le 27 avril.

Signalons comme autres irrégularités :

— Une accélération de la hausse entre le 5 et le 13 avril (prime de 1588 à 1318) qui précède immédiatement la réaction de mi-avril et suffit à l'expliquer dans une large mesure.

— Un ralentissement entre le 11 et le 18 mai (prime de 1190 à 1122) suivi d'une accélération très nette qui termine le mouvement général de hausse entre le 18 et le 25 mai (prime de 1122 à 852).

L'allure moyenne de la hausse entre le 30 mars et le 25 mai correspond à une diminution de 102 points par semaine sur la prime.

Comme événements pendant cette période :

Au milieu de mars, coïncidant avec le dernier ressaut du change, contre-révolution von Kapp à Berlin, aussitôt avortée, mais suivie de mouvements spartakistes qui entraînent des troubles dans la Ruhr, la fermeture des Banques à Berlin, Francfort, etc...

— En fin mars le calme renaît : la Reichwehr est entrée dans la Ruhr ; le chancelier Muller qui vient de constituer le cabinet, déclare que l'Allemagne désire l'exécution du Traité de Versailles, dans la limite des possibilités.

— Au début d'avril, coïncidant avec l'ascension accélérée du mark et d'autre part avec une baisse très nette du franc, occupation des villes de la Ruhr par la France en réponse à l'intrusion de la Reichwehr.

— Au courant d'avril, incertitude pendant les discussions interalliées à San Remo.

— Au début de mai, atmosphère générale favorable, le mark reprenant son mouvement ascendant et le franc rebondissant plus brusquement encore :

La conférence de San Remo s'est terminée par un accord de principe, l'Allemagne sera invitée à la prochaine conférence de Spa.

Les vœux de la Conférence parlementaire internationale du Commerce, qui se tient à Paris du 4 au 7 mai, préconisent l'ouverture de la plus grande quantité possible des marchés nationaux au placement et à la négociation des titres représentant l'indemnité allemande, titres qui seraient rédigés simultanément en monnaies-or des différents alliés (voir le détail au sujet de la France).

De nombreuses motions sont déposées aux Etats-Unis, tendant à faciliter les achats allemands ; des emprunts sont consentis à plusieurs villes allemandes sur le marché de New-York.

b) *Baisse du 25 mai au 21 septembre.*

L'allure moyenne de ce mouvement correspond à une augmentation de 39 points par semaine sur la prime (elle est donc beaucoup plus faible que celle de la hausse précédente : 102 points en moyenne par semaine).

Le mouvement est d'ailleurs très irrégulier :

Il débute assez nettement, est interrompu pendant une quinzaine au milieu de juin, reprend sur un brusque ressaut en fin juin, hésite au début de juillet et s'affirme progressivement au cours du mois ; il s'arrête de nouveau un moment au milieu d'août ; cet arrêt est suivi d'une brusque oscillation en fin août ; le mouvement général reprend enfin au début de septembre et accélère son allure à la fin de la période, la prime atteignant le 21 septembre la cote 1520, celle de fin mars (contre 852 au départ, le 25 mai).

La cote est donc très tourmentée : nous sommes au début de la crise économique mondiale.

La seule réaction de hausse qui n'apparaisse pas comme un mouvement de spéculation sans lendemain est celle de mi-

juin; elle semble inspirée par les négociations économiques avec la Hollande : projet d'ouverture d'un crédit de 200 millions de florins, dont soixante millions seraient réservés aux achats de vivres en Hollande et le complément pourrait être affecté aux achats allemands sur un marché quelconque.

Notons au début de cette période la baisse des valeurs à la Bourse de Berlin (Voir Section II Chapitre I).

Quant aux événements politiques, ils sont passés au second plan et nous ne relevons guère de coïncidence intéressante avec les irrégularités du change :

Résultats de la Conférence de Spa au courant de juillet (Voir *France*).

Résultats de la Conférence de Boulogne en fin juillet (Voir *France*).

Événements militaires de Pologne d'août à octobre (Voir *France*).

Crises politiques intérieures successives : ministères Fehrenbach, Wirth.

*c) Baisse lente se terminant en palier, du 21 septembre
à fin décembre.*

Ce mouvement est encore très irrégulier :

Un ressaut brusque de hausse fait suite à l'accélération de la baisse (dernière quinzaine de la période précédente); puis le mouvement général de baisse semble reprendre pendant trois semaines (27 septembre-19 octobre) en s'accélégrant même peu à peu; mais un palier de deux semaines, avec tendance à la hausse, marque la fin d'octobre; une brutale oscillation, après avoir porté la prime en une semaine de 1659 à 1970, maximum atteint depuis le début de mars, la fait retomber en quinze jours à 1610, le 23 novembre; une nouvelle oscillation, après avoir touché la cote 1880, amène la prime au chiffre de 1750 le 14 décembre; la fin de l'année se termine par un palier très net (prime 1750).

Les irrégularités du mouvement sont à rapprocher de l'une des causes d'amélioration dans la tendance de la devise : l'utilisation par l'Allemagne des francs de Spa (Voir « Interprétation »).

Signalons de plus que la légère tendance à la hausse dans la seconde moitié d'octobre coïncide avec la renonciation par le Gouvernement Britannique au droit de poursuite contre les biens privés allemands en cas de manquement volontaire de l'Allemagne — droit inscrit dans le Traité de Versailles ; il faut dire que le commerce anglo-allemand a repris nettement au début de 1920 et qu'il semble tendre à ce moment vers son niveau d'avant-guerre au profit de l'Angleterre (pour le premier semestre 1920, les exportations ont atteint 24.817.000 livres et les importations d'Allemagne en Angleterre 11.896.000 livres).

Au milieu de novembre, la tendance particulièrement favorable du mark coïncide avec une baisse du franc et doit être influencée par les nouvelles politiques, en particulier la session de la Société des Nations à Genève ; à signaler aussi l'échec de Vénizélos aux élections grecques ; l'effondrement de Wrangel en Crimée ; les frictions entre Londres et Paris

B) PRIX DE GROS.

Comme pour la prime de l'or nous distinguons trois grands mouvements :

— Baisse de mars à juillet ; cette baisse est précédée d'une légère hausse entre février et mars, par laquelle expire le mouvement d'ascension accélérée que nous avons constaté en fin 1919 — commencement 1920 (l'index a passé de 802 en décembre 1919 à 1685 en février et 1709,4 en mars 1920) ; elle est rapide de mars à juin : l'index passe de 1709,4 à 1382,4, soit une diminution moyenne de 109 points par mois ; elle se termine presque sur un palier, l'index atteignant en juillet 1366,5, *son minimum de l'année*.

— Hausse de juillet à septembre; l'index passe de 1365,5 à 1520, soit une augmentation de 153,5 points en deux mois.

— Oscillation avec tendance à la baisse de septembre en décembre, l'index passant successivement par les valeurs : 1465,9 en octobre; 1.509,3 en novembre; 1.439,7 en décembre.

La similitude est frappante entre ces mouvements et les mouvements généraux de la prime de l'or; des uns aux autres il y a une différence d'amplitude et un décalage d'un mois environ.

C'est ce que reflètent les mouvements de l'index-or :

La baisse de la prime ayant débuté en mars et s'étant poursuivie très rapidement, tandis que la baisse de l'index intérieur ne commence qu'en avril et se poursuit à une allure relativement faible, l'index-or suit une ascension très rapide et passe de 79 en février à 150 en juin 1920.

Pour la première fois depuis août 1919, l'index-or dépasse la cote 100, la prime tombant au-dessous de l'index intérieur, à partir d'avril 1920.

La hausse de la prime ayant repris nettement à partir de juillet, alors que la baisse de l'index intérieur continuait encore à une allure réduite; ayant pris une allure rapide de juillet à septembre, alors que la hausse de l'index intérieur était relativement lente; ayant enfin persisté comme tendance jusqu'en décembre, alors que l'index intérieur oscillait avec une certaine lourdeur; l'index-or retombe, lentement d'abord de juin (cote 150) à juillet (cote 146), rapidement de juillet à octobre (cote 92), lentement d'octobre à décembre (cote 83).

A partir d'octobre 1920, la prime ayant de nouveau dépassé l'index intérieur, l'index-or retombe au-dessous de la cote 100.

Il convient de remarquer que la hausse de l'index-or, dans la première partie de l'année, est également très marquée pour l'Angleterre et pour les Etats-Unis (maxima de 278 et 272), mais non pour la France; la baisse de l'index-or dans la seconde partie de l'année est générale. En fin d'année, tandis que l'index-or allemand est retombé à 83, celui de la France est à 134, celui de l'Angleterre à 216 et celui des Etats-Unis à 189.

C) INFLATION.

Les émissions continuent d'un bout à l'autre de l'année 1920, mais elles accusent un ralentissement progressif à partir de mai, qui est plus sensible encore si l'on examine la proportion des émissions nouvelles au montant de la circulation totale à chaque période. L'encaisse, elle, ne varie pas sensiblement d'un bout de l'année à l'autre.

Nous avons vu, dans le chapitre précédent, que les émissions avaient repris en fin novembre 1919 et s'étaient poursuivies jusqu'au début de février 1920, à l'allure moyenne de 2.800 millions par mois; la baisse moyenne sur le chiffre représentatif de l'inflation était de 640 points par mois environ ou de 34 % (chiffre passé de 1.082 le 22 novembre 1919 à 2.700 le 7 février 1920).

Les émissions s'accélérent encore légèrement jusqu'au 30 avril 1920, date à laquelle le montant de la circulation totale est de 47.940 millions contre 38.039 millions le 7 février, cette augmentation correspondant à une allure moyenne de 3.300 millions par mois; mais dès ce moment la hausse moyenne du chiffre représentatif n'est plus que de 23 %, correspondant à 680 points pour une cote variant entre 2.700 le 7 février et 3.380 le 30 avril.

Puis les émissions elles-mêmes se ralentissent; du 30 avril au 30 octobre, la circulation passe de 47.940 à 63.596 millions, à une allure moyenne de 2.600 millions par mois; le chiffre représentatif passe de 3.380 à 4.500 à une allure moyenne par mois de 187 points et de 4,70 % seulement.

Vers la fin de l'année les émissions s'arrêtent presque. Du 30 octobre au 15 décembre, la circulation passe de 63.596 à 65.147 millions, après avoir atteint un minimum de 62.593 le 23 novembre; le chiffre représentatif passe de 4.500 à 4.600 après avoir atteint 4.410.

Une recrudescence des émissions se manifeste dans les quinze derniers jours de l'année; nous en reparlerons dans le chapitre suivant et constaterons qu'elle a été très momentanée.

INTERPRÉTATION.

Ainsi que nous l'avons indiqué en étudiant la situation générale de l'Allemagne, l'année 1920 a été très bonne dans son ensemble pour ce pays :

L'industrie, peu atteinte par la guerre, favorisée en 1919 par le gouvernement qui n'hésite pas à faire des sacrifices financiers en sa faveur, s'est vite réadaptée aux nouvelles limites territoriales et aux conditions qui lui ont été imposées par le Traité (clauses commerciales, suppression de la flotte de commerce...); nous avons vu que, de l'aveu même des statistiques allemandes, elle est en plein essor au milieu de 1920 et que, malgré les lamentations de la Presse et des hommes d'Etat, elle est beaucoup moins atteinte par la crise mondiale que les industries anglaises et américaines.

Nous rappellerons brièvement les causes profondes qui favorisent la reprise de la production allemande, ainsi que les avantages résultant pour elle de la politique financière du Gouvernement :

Obligée de se passer pendant la Guerre des matières premières achetées à l'étranger, elle a dû apprendre à en prélever une grande part sur les ressources du pays exploitées intensivement; le niveau très bas de l'index-or, par rapport à ceux des autres pays, lui a permis en 1919 et lui permettra en 1920 de poursuivre cet effort, même pour les produits dont le prix de revient serait, avec une monnaie saine, notablement supérieur au prix d'importation.

(Ce niveau très bas de l'index-or entraîne un véritable dumping d'une nature spéciale qui appauvrit peut-être l'ensemble du pays, mais favorise considérablement les exportateurs).

Le premier fond de roulement de la production allemande sur le marché international a sans doute été constitué en partie par l'or — et peut-être même les titres étrangers non aliénés pendant la guerre — mis à sa disposition directement ou indirectement par le Gouvernement; tout au moins l'intervention

gouvernementale au milieu de 1919, pour le règlement des importations alimentaires, a-t-elle amené pendant quelques mois, ainsi que nous l'avons vu dans le chapitre précédent, le maintien du change à un taux relativement élevé, — dont l'industrie a profité pour régler à bon compte les importations qui ne l'étaient pas en or — et le ralentissement dans la hausse des prix intérieurs qui a contribué à la chute de l'index-or.

Les crédits commerciaux ont été de plus largement ouverts à l'Allemagne — concurremment avec les crédits de spéculation — en 1919 et au début de 1920 et, après un resserrement sur l'ensemble du marché mondial au milieu de l'année (que nous étudierons en détail au sujet de la France), le seront de nouveau dès la fin de 1920.

Quant aux raisons qui nous font admettre que la réaction de la crise mondiale a été moins importante pour la production allemande que pour celle de la plupart des autres pays, nous en avons déjà parlé à la « Situation Générale » en interprétant les chiffres relevés dans diverses statistiques et études. Soulignons ici que :

La hausse de l'index-or n'a pas annulé la prime à l'exportation, les écarts entre cet index-or et les index américains et index-or anglais n'ayant que faiblement diminué — et la France n'étant à cette époque ni un client, ni un concurrent très sérieux.

Le resserrement du crédit a pu gêner l'essor de la production, mais il ne l'a pas paralysé, grâce aux bénéfices réalisés dès ce moment en devises étrangères et aussi à l'utilisation des francs de Spa dont nous allons reparler; et d'ailleurs, la confiance causée par la résistance même de l'industrie allemande et l'espoir nourri par les milieux étrangers — et entretenu par une habile propagande — de développer la clientèle allemande et de contribuer à rétablir de la sorte le courant des affaires mondiales ont conduit les marchés anglais, américains et neutres à consentir de nouveau de larges crédits et à passer des commandes à l'Allemagne dans la dernière par-

tie de 1920; lors des assises que tient à Berlin, en novembre, l'association pour l'extension du commerce allemand, la reprise du commerce mondial fait la base de la discussion, et l'association déclare avoir créé, de sa propre initiative et avec ses propres moyens, 70 consulats de commerce, l'effort ayant porté principalement sur l'Amérique du Sud; la hausse des valeurs au cours du quatrième trimestre, le changement de ton de la presse allemande nous confirment dans l'idée que la période difficile a été très rapidement traversée.

Les considérations qui précèdent — essor de la production allemande, effet limité de la crise mondiale sur cet essor — sont illustrées par les résultats généraux de l'année et en particulier par la comparasion entre les cotes de la prime et de l'index entre 1920 et 1919.

— Passons maintenant aux mouvements des différents éléments et à leurs réactions réciproques.

La courbe du *change* a une allure très différente dans les deux moitiés de l'année :

Au cours du premier semestre, la hausse est très mouvementée et la courbe est beaucoup plus dissociée que précédemment de celle de l'index : cela tient sans doute pour une part à la rapidité même et au caractère spéculatif de la hausse, mais aussi au fait que le gouvernement a réduit considérablement son intervention ainsi que nous l'avons vu à la fin du chapitre précédent.

Au cours du second semestre, nous retrouvons une analogie assez frappante avec les phénomènes de mi-1919 : les courbes de la prime et de l'index se rapprochent et restent dans le dernier trimestre au voisinage l'une de l'autre — quoique d'une manière moins caractérisée qu'en 1919 —; la baisse du change est relativement lente, et surtout — comme en 1919 — toute accélération brusque est immédiatement suivie d'une réaction en sens inverse; enfin les émissions se ralentissent, et la circulation diminue même en novembre — comme en août 1919 —. Nous constatons à ce moment une nouvelle interven-

tion du gouvernement allemand, qui utilise au règlement des importations et au contrôle du change les devises étrangères — principalement les francs — mises à sa disposition à chaque livraison de charbon pour l'alimentation des mineurs, conformément aux accords de Spa. Mais le fait que les devises étrangères lui sont ainsi bénévolement fournies par les alliés et que l'encaisse de la Reichbank reste intacte permet à cette intervention de se manifester sans entraîner les conséquences fâcheuses que nous avons constatées à la fin de 1919.

En ce qui concerne les prix intérieurs, nous avons déjà constaté, en faisant l'étude de l'index-or au début du présent chapitre, que les mouvements de l'index suivaient d'une manière générale les mouvements de la prime avec une différence d'amplitude et un décalage d'un mois environ :

L'influence des mouvements de la prime sur ceux de l'index est plus particulièrement marquée dans le premier semestre; cela tient à la fois à la rapidité de la hausse sur la prime et au fait que le Gouvernement a réduit son intervention, une relation à la fois directe et psychologique s'établissant alors — par le libre jeu des phénomènes économiques, comme nous aurons l'occasion de l'étudier au sujet de la *France* plus particulièrement — entre les variations dans les prix d'importations et dans les prix intérieurs.

De plus la spéculation, qui est la principale cause de la hausse du change, a pour effet d'absorber un nombre considérable de billets et, en réduisant la circulation effective, de faciliter la baisse des prix intérieurs.

Cependant l'allure normale des phénomènes est en partie faussée, dès cette époque par l'utilisation directe que fait l'industrie des devises étrangères provenant des bénéfices réalisés sur les exportations; et ce fait explique que la baisse de l'index intérieur soit très ralentie par rapport à celle de la prime.

L'influence des mouvements de la prime sur ceux de l'index est moins nette dans le second semestre; cela tient à la fois à

la lenteur relative de la baisse sur la prime, à la nouvelle intervention gouvernementale qui fausse à nouveau le jeu des lois économiques, à la restriction de la consommation qui doit se manifester au début de la crise mondiale, quoique à un degré moindre en Allemagne que dans les autres pays; enfin au ralentissement des émissions, qui agit sur le marché intérieur avant d'agir sur le marché des changes, à l'inverse de l'effet — dirigé dans le même sens — que produisait au cours du premier semestre la spéculation à la hausse.

Il nous reste à parler de l'inflation; l'histoire de cette année 1920 dément une opinion couramment admise d'après laquelle l'Allemagne aurait cherché continuellement et systématiquement depuis l'armistice à dévaloriser le mark par des émissions de papier-monnaie; nous avons déjà dit qu'à notre avis, tout au moins dans la période de l'armistice à 1920, l'Allemagne ne voulait faire aucun effort et consommer ses disponibilités plutôt pour sa propre jouissance que pour les réparations; mais l'essor des affaires en 1920 et les ressources qu'il lui procure, augmentées des francs de Spa dans la seconde partie de l'année, suffisant pour soutenir cette politique du moindre effort, elle ralentit les émissions.

Elle y est amenée aussi pour une autre raison : les prix d'importation diminuant par suite de la hausse du change, les prix intérieurs ayant tendance à baisser à leur suite, le gouvernement n'est plus contraint de multiplier les billets pour payer les salaires, les produits, etc... comme il l'a été dans les périodes de hausse continue et comme il le sera de nouveau par la suite; nous voyons en effet que le premier ralentissement des émissions, fin avril, suit de plus d'un mois la baisse de la prime et des prix commencée en mars; et que le second ralentissement marqué, fin octobre, suit également de plus d'un mois l'arrêt dans la hausse des prix de gros et le ralentissement très notable de la baisse du change, commencés en septembre. Ainsi le ralentissement progressif de l'inflation, s'il a eu sans conteste une influence heureuse sur la baisse des prix

intérieurs et de la prime pour l'ensemble de 1920, a été initialement la conséquence de cette double baisse qui se dessinait.

Notons qu'en fin d'année, devant les résultats obtenus, le Gouvernement allemand semble en voie de modifier l'orientation même de sa politique : non seulement l'encaisse est stabilisée et les émissions réduites, mais encore M. Havenstein, directeur de la Reichbank, fait des déclarations sur les dangers de l'inflation, et des projets de réforme financière sont déposés par le chancelier Wirth : création d'un contrôle général au Ministère des Finances, avec nomination d'un commissaire chargé d'examiner les économies à réaliser dans les Administrations publiques ; projets d'un emprunt forcé et d'un impôt exceptionnel de la détresse d'Empire (Reichnotungsoffer).

CONCLUSIONS

Nous commencerons par examiner séparément chacun des deux semestres de 1920 avec leurs caractères propres, et nous terminerons par un examen d'ensemble de l'année.

A) *Premier semestre 1920 (De février à fin juin).*

1^o Le change monte très rapidement dès le début de mars, en même temps que la production allemande prend son essor ; nous attribuons le fait en majeure partie à l'importance des crédits de spéculation qui sont accordés à l'Allemagne par l'étranger sous la forme de l'achat de marks ; l'influence indirecte des crédits commerciaux et du ralentissement de l'inflation devant s'ajouter *par la suite* à celle-ci.

2^o Les courbes de l'index et celle de la prime de l'or se dissocient de plus en plus nettement au cours du semestre, la baisse des prix intérieurs ne suivant celle de la prime qu'avec un décalage d'une mois environ dans le temps et avec un décalage de plus en plus prononcé en importance. Nous attri-

buons le fait à la fois à la rapidité de la hausse et au règlement de la balance déficitaire de l'hiver 1920, règlement effectué dans une large mesure par les voies normales, au moyen de l'achat de change (le Gouvernement Allemand n'entame plus la réserve-or de la Reichbank et l'Allemagne n'a pu encore mettre de côté un stock important de devises étrangères); à noter, comme concordant avec ce commentaire, que les oscillations du change sont plus importantes et plus fréquentes qu'elles ne l'ont été en 1919 et qu'elles ne le seront dans le second semestre de 1920; le seul fait extraordinaire est que ce règlement ait pu s'effectuer sans interrompre la hausse du change, grâce surtout aux crédits de spéculation, auxquels il faut ajouter cependant les crédits commerciaux et l'utilisation progressive des devises étrangères provenant des bénéfices du Commerce allemand qui est en voie de développement rapide.

B) *Deuxième semestre 1920.*

1^o Le change baisse de nouveau, rapidement d'abord, puis d'une manière très ralentie, mais la baisse reste très inférieure dans son ensemble à la hausse précédente. Le début de la baisse rapide coïncide avec celui de la crise économique mondiale; il s'explique par *le resserrement brusque des crédits*; le resserrement s'arrête, spécialement en ce qui concerne la spéculation, dès que la chute de la devise a atteint une certaine importance, alors que l'état relativement favorable de l'industrie allemande, au milieu de la crise générale, permet d'espérer plus que jamais un rétablissement monétaire.

2^o Les courbes de l'index et de la prime se rapprochent et simultanément les oscillations de la prime diminuent de fréquence et d'intensité; la physionomie des courbes rappelle à ce double point de vue celle de 1919. C'est que les achats de change interviennent beaucoup moins dans les règlements extérieurs que pendant le premier semestre 1920 : les chiffres of-

ficiels de la balance commerciale n'accusent qu'un faible déficit, qui correspond peut être même en fait à un état d'équilibre, sinon à un léger excédent; de plus les chiffres officiels eux-mêmes ont accusé un excédent au cours du second trimestre, cet excédent ayant entraîné un approvisionnement de devises étrangères; enfin le détournement des francs de Spa par le Gouvernement allemand lui permet de faciliter les règlements extérieurs et surtout d'agir directement sur le marché du change.

C) *Ensemble de l'année 1920.*

1^o Baisse du niveau général de la prime de l'or; cause initiale et principale : crédits de spéculation en présence de l'essor allemand; causes ultérieures et incidentes : crédits commerciaux consentis à l'Allemagne, bénéfices réalisés par l'industrie, utilisation des devises étrangères acquises à l'aide de ces bénéfices, utilisation des francs de Spa, ralentissement de l'inflation.

2^o Baisse générale du niveau des prix intérieurs : les causes principales en ont été initialement la baisse des prix d'importation (baisse des prix sur tous les marchés du monde et amélioration dans le niveau général du change) et la restriction de la consommation, bien qu'inférieure à celle que nous constatons dans les autres pays; à ces causes s'est ajoutée progressivement la diminution de la circulation sur le marché intérieur (ralentissement de l'inflation et achats très importants de marks par la spéculation).

3^o Courbe des prix presque constamment au-dessus de la courbe de la prime, contrairement à ce que nous avons vu en 1919, et décalage dans l'amplitude et dans le temps entre les variations des prix et celles du change, se traduisant par un niveau général de l'index-or relativement très élevé; mais dumping seulement réduit, l'index-or de la plupart des autres nations s'étant également relevé dans une proportion importante.

4^o Ralentissement progressif de l'inflation, provoquant les remarques suivantes :

a) confirmation des remarques faites au sujet de 1919; le Gouvernement allemand n'a pas voulu systématiquement la baisse du change par l'inflation; l'inflation allemande n'est pas la cause de tous les autres phénomènes; les éléments réagissent les uns sur les autres, et *la baisse de l'un entraîne la baisse des autres ou le ralentissement de leur hausse*, par le jeu des mêmes relations économiques qu'en période de hausse.

b) le ralentissement de l'inflation est plus marqué encore si l'on considère son importance relativement au volume de papier en circulation.

5^o Changement d'orientation apparent dans la politique financière du Gouvernement allemand en fin d'année (Voir *Interprétation*).

CHAPITRE IV.

De janvier 1921 à janvier 1922.

A) LE CALENDRIER DU CHANGE :

Quatre grands mouvements :

1^o Une très courte hausse assez nette : la prime, qui s'était maintenue à 1.750 dans la seconde quinzaine de décembre 1920 et à 1.780 dans la première quinzaine de janvier 1921, tombe au-dessous de 1.400 en fin janvier.

2^o Palier de février à mi-mai, avec légère tendance initiale à la baisse, se terminant par une brusque hausse (maximum de la prime : 1.560 le 8 mars ; minimum 1.350 le 16 mai, contre 1.530 le 10 mai).

3^o Baisse continue et presque régulière de mi-mai à août, avec accélération en septembre et octobre (prime : 1.350 le 16 mai, 1.940 le 2 août, 4000 le 25 octobre).

4^o Enorme oscillation, commençant par une baisse vertigineuse, suivie d'une hausse de même amplitude, et se terminant presque en palier (maximum de la prime : 7.250 le 7 novembre ; minimum : 4.050 le 13 décembre ; aboutissant : 4.400 en fin décembre).

Reprenons maintenant l'histoire de chaque période :

1^o. *Courte hausse — Janvier.* — Notons simplement qu'elle prend place au milieu d'une période de hausse très nette sur le franc et la livre.

Elle est très vive du 11 au 18 janvier (la prime passe en une semaine de 1 780 à 1 439) et très ralentie du 18 au 25, la prime aboutissant à la cote 1.380.

2^o. *Palier. — Février à mi-mai.* — Il débute par une baisse nette et courte, réaction contre la hausse précédente, la prime passant de 1.380 à 1.520 entre le 25 janvier et le 1^{er} février. Puis il est constitué par une série d'oscillations entre les cotes 1.400 et 1.560 jusqu'au 10 mai. Il se termine par une hausse nette et courte, la prime passant de 1.530 à 1.350 entre le 10 et le 16 mai.

En fin janvier, débute la conférence interalliée de Paris, que l'opinion suit avec des impressions successives; elle semble accuser tout d'abord un succès de M. Briand, avec approbation de la politique des sanctions, établissement d'un forfait par annuité, complété par des annuités variables (12 0/0 sur la valeur des exportations allemandes), suppression de la prime au charbon consentie à Spa; mais les exposés officiels obscurcissent les points de vue au lieu de les affirmer; finalement l'intérêt paraît de nouveau suspendu à la prochaine conférence où le Reich sera convoqué.

Au début de février, Berlin triomphe de Munich; le Gouvernement bavarois promet de licencier les Einwohner-Wehren et les Orgesch; la situation de l'Allemagne, au point de vue de la politique intérieure, s'éclaircit momentanément. Le mark remonte jusqu'au 15 février (prime 1.400).

La publication du projet de budget allemand au début de mars donne plutôt une mauvaise impression: les dépenses de 1920 sont encore augmentées; et l'effort attendu n'apparaît pas dans les prévisions de recettes. Le mark atteint à ce moment (8 mars) son niveau le plus bas (prime 1.560).

En mars, rupture des négociations de Londres (discours de Von Simons et ultimatum des Alliés); dans la seconde partie

du mois, mise en œuvre des sanctions (taxe de 50 0/0 sur les exportations allemandes), plébiscite de la Haute-Silésie, troubles communistes à l'occasion des fêtes de Pâques dans plusieurs villes allemandes. Le mark, qui s'était un peu amélioré au milieu du mois (prime 1.470 le 22 mars), retombe momentanément (prime 1.500 le 29 mars).

En avril, la situation reste indécise; on constate à la Bourse de Berlin une hausse générale des valeurs, surtout des valeurs industrielles; la presse annonce d'importantes émissions industrielles et des commandes provenant de Russie, de Roumanie; mais d'autre part elle continue à se plaindre de l'arrêt général de l'industrie. L'opinion attend la signature de la paix avec les Etats-Unis (message du président Harding, vers le milieu d'avril) et l'échéance du premier mai (discours de M. Briand sur la ferme volonté de la France; avortement dans la seconde partie du mois d'une tentative de médiation proposée par l'Allemagne au président Harding; entrevue de Lympe entre MM. Briand et Lloyd George). Le mark, qui était remonté légèrement au début du mois (prime 1.460 le 5 avril), retombe (prime 1.520 les 19 et 26 avril, et 1.540 le 2 mai).

Au début de mai, l'effet du traité germano-russe est combattu par celui de l'ultimatum adressé par les Alliés (menace d'occupation de la Ruhr; mobilisation de la classe 1919 en France). Le mark se maintient (prime 1.530 le 10 mai).

L'acceptation de l'ultimatum par l'Allemagne coïncide avec une hausse brutale du mark; le 16 mai la prime atteint brusquement 1.350, son minimum de l'année.

3°. *Baisse. Mi-mai à septembre.* — Jusqu'à fin juillet, cette baisse régulière et peu mouvementée est en relation avec les versements de l'Allemagne (sur lesquels nous nous étendrons au sujet de la Grande-Bretagne).

Le chancelier Wirth semble manifester d'ailleurs à toute occasion sa bonne volonté; il est conciliant au sujet des violents incidents germano-polonais en Haute-Silésie (qui ont

donné lieu à une regrettable polémique entre MM. Lloyd George et Briand); il obtempère aux sommations du général Nollet relativement au désarmement militaire et aérien.

Il étudie de nouveaux impôts (en particulier impôt sur le charbon) et expose au Reichstag, en juillet, la nécessité d'un effort fiscal (80 milliards de recettes nouvelles); le projet de budget qu'il propose en fin juillet n'accuserait plus qu'un déficit d'une trentaine de milliards, en tenant compte des versements aux Alliés (réparations, frais d'occupation, etc...)

Ils'adjoint comme ministre de la Reconstitution M. Rathenau; celui-ci engage en juin avec M. Loucheur des conversations qui aboutiront aux accords de Wiesbaden; parallèlement, au courant de juin, des réunions d'experts français et allemands se tiennent au Quai d'Orsay pour étudier les modalités des réparations en nature et des restitutions.

Les affaires de Haute-Silésie n'ont pas d'action sensible sur le change allemand: véritable guerre en fin mai et juin, détente en fin juin (le général Hoefler ramène ses troupes en arrière), assassinat du commandant Montalègre au début de juillet...

La spéculation semble se reporter à la Bourse de Berlin sur les valeurs: la hausse de toutes les valeurs, et surtout des titres industriels, que nous avons signalée au cours de la période précédente, se poursuit jusqu'en fin juin; puis une baisse se déclanche brusquement pendant deux semaines, à l'annonce des projets tendant à augmenter sérieusement les impôts sur les transactions; la hausse reprend en fin juillet et atteint en août des proportions inouïes; mais, à ce moment, elle s'accompagne d'une spéculation très nette à la baisse du mark, le public allemand se débarrassant des devises pour acquérir des titres à n'importe quel prix; elle coïncide avec une accentuation du chômage (loi pour le développement immédiat des grands travaux publics, avec subventions aux entrepreneurs).

L'affolement du public à la Bourse de Berlin entraîne un premier effondrement du change en septembre; la prime, qui était partie de 1.350 le 16 mai, avait atteint 1.940 le 2 août et était encore à 2.020 le 30, après avoir touché un moment 2.160 le 16 août; elle monte brusquement à 2.560 (13 et 20 septembre) et 2.980 (4 octobre).

4^o. *Septembre à décembre. — Enorme oscillation.* — La baisse vertigineuse jusqu'au 7 novembre (prime 7.250) provient de l'affolement du public allemand, qui se transmet aux spéculateurs étrangers. Elle est interrompue par quelques ressauts, réactions spontanées de la spéculation.

La Bourse de Berlin continue à être très agitée et connaît de véritables paniques à certains moments.

Les événements n'ont plus d'influence sensible; nous les signalons par ordre :

En fin août, accords de Wiesbaden; assassinat d'Erzberger; signature du traité de paix entre les Etats-Unis et l'Allemagne.

En septembre le chancelier obtient la démission de Von Kahr, le chef du Gouvernement bavarois, mais Munich continue à affirmer son indépendance en politique intérieure; la foire de Leipzig ne semble pas avoir couvert ses frais, les acheteurs étrangers ayant été peu nombreux et s'étant réservés.

Au début d'octobre, projet des industriels pour arrêter la baisse du mark; l'annonce de ce projet n'a causé qu'un ressaut momentané de la devise entre le 11 et le 18 octobre (à la cote 4.050 — 4.000 pour la prime).

Au début de novembre, constitution du second cabinet Wirth; le nouveau ministre des Finances M. Hermes commence à proclamer l'impossibilité d'exécuter l'ultimatum en présence de l'effondrement de la devise.

En novembre se produit une réaction très violente; la prime tombe de 7.250 à 6.100 entre le 7 et le 15, rebondit à 6.650 le 22, se maintient à 6.650 le 29, s'effondre à 4.700 le 6 décembre, et finit à 4.050 le 20 décembre.

Cette réaction est spontanée dans une très large mesure. Elle est aidée cependant par les événements dès le début de novembre : spéculation anglaise contre le dollar et le franc, à l'occasion de la Conférence de Washington (voir Grande-Bretagne et France), dont bénéficie le mark.

En fin novembre-commencement décembre, manœuvre anglaise pour amener le Gouvernement français à céder aux exigences allemandes, rejetées une première fois par la Commission des réparations (emprunt extérieur pour couvrir le règlement du 15 janvier et retard pour le règlement du 15 février 1922). Voyage de M. Stinnes à Londres, puis de M. Rathenau, en corrélation avec cette manœuvre, malgré les protestations anglaises.

Le 16 décembre, déclaration d'insolvabilité du Reich.

La hausse vertigineuse du mark est accompagnée d'un effondrement des valeurs à la Bourse de Berlin — c'est la part de la réaction spontanée — et d'une baisse assez nette du franc — c'est la part de la double pression anglaise.

En fin d'année, se produit un nouveau recul momentané du mark (prime 4.400 le 27 décembre contre 4.050 le 13) : elle aussi en partie spontanée, en partie liée à la hausse du franc (Conférences Briand-Loucheur-Berthelot à Londres).

Le Gouvernement allemand se décide à prendre des mesures pour le contrôle des devises, pour la hausse des tarifs de chemins de fer; nous n'insistons pas, car leur effet n'a pu se produire qu'en 1922 et nous en relevons seulement la tendance.

B) INDEX INTÉRIEUR.

Nous avons vu, au cours du chapitre précédent, que les prix avaient oscillé d'août à décembre 1920 et manifestaient une tendance à la baisse en fin d'année.

Cette baisse se poursuit au début de 1921; tout en se ralentissant progressivement, jusqu'en mai; l'index, qui était

de 1.509, 3 en novembre et de 1.439, 7 en décembre 1920, tombe à un *minimum de 1.308 en mai 1921*; ce minimum est inférieur au minimum de juillet 1920 (1.366, 5).

Notons que la prime est à un niveau beaucoup plus élevé (elle oscille aux environs de 1.400-1.500 entre février et mai) qu'à l'époque correspondante de 1920 (elle se tenait aux environs de 850-950 entre mai et juillet); nous reviendrons plus loin sur le fait que la prime est constamment au-dessus de l'index, contrairement à ce qui se passait dans la période correspondante de 1920.

A partir de mai, la hausse des prix reprend, en même temps que la hausse de la prime; assez lente d'abord (60 points environ en juin et en juillet), elle s'accélère brusquement en août (90 points environ) : l'index passe brusquement de 1.428 à 1.917, rejoignant presque la prime, alors qu'il lui était resté très inférieur en juin et juillet.

La hausse se ralentit de nouveau en septembre, mais s'accélère en octobre et bondit en novembre, l'index passant de 2.460 à 3.416 : c'est le moment de l'effondrement du change.

Elle se ralentit brusquement et s'arrête presque en décembre — au moment de la reprise brutale du mark — l'index aboutissant à 3.487.

Nous avons indiqué, ci-dessus, au fur et à mesure, le rapprochement entre les variations de l'index et de la prime. Aussi l'étude de l'index-or sera-t-elle simplifiée :

Notons d'abord que l'index est constamment au-dessous de la prime — l'index-or au-dessous de la cote 100 — contrairement à ce que nous avons constaté en 1920 — et comme en 1919 (à partir de mars); le fait est surtout remarquable dans la première partie de l'année (février à mai), quoiqu'il soit le moins marqué à ce moment, car il coïncide avec une période de stabilité relative; à un autre point de vue, malgré sa chute rapide depuis le milieu de 1920, son écart avec les index-or des autres pays tend plutôt à se réduire en décembre 1921 : l'écart est de 70 points environ avec les in-

dex-or anglais et américains, alors qu'il dépassait nettement 120 points en mi-1920.

Comme mouvements de l'index-or, nous observons une stabilité assez nette au début de l'année, surtout en mars, avril et mai (cote 89), correspondant à une stabilité relative du change et des prix de gros. En juin et juillet nous observons une baisse brusque, le cote tombant à 77 : c'est l'époque de la première chute du change, pendant laquelle la hausse des prix est encore très faible. En août la cote rebondit à 95 ; l'index intérieur a repris vivement et presque rejoint la prime. Puis, une chute vertigineuse de trois mois à la cote 55 (en novembre) et un brusque relèvement à la cote 80 (en décembre), correspondant aux oscillations désordonnées du change.

C) INFLATION

L'inflation, qui s'était progressivement ralentie dans la seconde partie de 1920, est presque arrêtée jusqu'en mai 1921 :

Nous observons dans la première quinzaine de janvier une courte chute rapide, qui compense presque exactement l'augmentation constatée dans la dernière quinzaine de décembre 1920 ; le chiffre retombe de 4.800 à 4.650 (contre 4.600 au début de décembre).

Nous observons ensuite des oscillations mensuelles dont l'amplitude varie de 50 à 150 points, avec une tendance à la hausse ; les cotes extrêmes sont de : 4.650 et 4.700 en février, 4.750 et 4.900 en mars, 4.750 et 5.000 en avril, 4.920 et 5.100 en mai.

La circulation, qui atteignait 66 milliards le 22 janvier (après avoir presque touché 69 milliards le 31 décembre), passe aux environs de 72 milliards entre le 31 mai et le 23 juin inclus.

L'inflation reprend nettement à partir de juin, par gradins et en fins de mois, mais avec une tendance générale à l'accélération :

La circulation passe par un double bond de 72 milliards le 23 juin aux environs de 75 milliards le 30 juin et au-dessus de 77 milliards le 30 juillet (les chiffres représentatifs correspondants sont de 5.100, 5.300 et 5.450).

Au 31 août, simultanément la circulation saute à 80 milliards et l'encaisse diminue de 70 millions environ, tombant au voisinage de un milliard (exactement 1.024 millions) — fait qui ne s'était plus produit depuis la grande sortie d'or de mai-août 1919; aussi le chiffre représentatif fait-il un saut brusque entre le 23 et le 31 août, passant de 5.450 à 6.000 (pour progresser encore continûment jusqu'à 6.150 le 23 septembre).

A partir du 31 août, la hausse continue sans arrêt; en septembre et en octobre, les paliers des mois précédents sont remplacés par des hausses lentes et régulières à une allure de 50 points par semaine sur le chiffre représentatif; nous retrouvons de plus les décrochements en fin de mois, de 300 points entre le 23 et 30 septembre, de 700 points entre le 23 et 31 octobre (à ce moment, nous constatons de nouveau une légère sortie d'or). Puis l'inflation prend une allure de hausse rapide qui se régularise de plus en plus vers la fin de l'année tout en s'accélégrant constamment.

Le chiffre représentatif passe de 6.000 le 31 août à 8.700 le 31 décembre.

La circulation passe progressivement de 80 *milliards* à plus de 82 milliards entre le 31 août et le 23 septembre; saute à plus de 86 milliards le 30 septembre et atteint progressivement plus de 88 milliards le 23 octobre; saute de 91 milliards $1/2$ le 31 octobre et dépasse finalement 113 *milliards* $1/2$ le 31 décembre.

L'encaisse tombe entre le 23 et le 31 octobre à 994 millions (diminution de 30 millions) et se maintient à ce chiffre jusqu'à la fin de l'année.

INTERPRÉTATION

Nous diviserons l'année 1921 en quatre grandes périodes :

- a) Janvier.
- b) Février à mi-mai.
- c) Mi-mai à septembre.
- d) Septembre à décembre.

a) Janvier.

L'année s'ouvre sur une pleine reprise de l'industrie et du commerce.

Nous avons vu qu'une amélioration sérieuse s'était déjà fait sentir, pour l'Allemagne, dans le quatrième trimestre de 1920; mais, en janvier 1921, la reprise coïncide avec un renouveau de confiance générale (qui provoque une reprise de toutes les devises).

Nous relevons simultanément :

Une reprise du mark;

Un arrêt de l'inflation, et même une diminution de la circulation dans la première quinzaine du mois (qui ne fait que compenser, il est vrai, l'augmentation très momentanée de fin décembre);

Quant à l'index intérieur, il se maintient presque au chiffre de décembre 1920 (1.439 contre 1.439, 7) qui était en baisse sur celui de novembre 1920 (1.509, 3); mais l'effet de la reprise du change se fera sentir sur le mois de février, où l'index atteindra 1.376.

La réaction du change sur les prix est de même nature que celle du premier semestre 1920; comme à cette époque, en effet, il ne paraît pas douteux que la balance soit déficitaire; entre l'automne et le printemps 1921, l'Allemagne doit importer une forte quantité de produits alimentaires et la

situation à ce point de vue n'a pas beaucoup changé depuis l'hiver 1920 (voir l'exposé à la « Situation générale de l'Allemagne ».)

D'autre part, comme à l'époque correspondante de 1920, le règlement des importations doit s'opérer, pour partie tout au moins, par l'intermédiaire d'achats de change : les francs de Spa ne sont en effet qu'un appoint, et doivent surtout être mis en réserve (voir plus loin); quant aux devises étrangères, leur stock doit être limité, même entre les mains des industriels, la crise du troisième trimestre 1920 l'ayant certainement entamé et sa reconstitution ayant seulement pu être commencée au cours du quatrième trimestre.

Enfin l'analogie avec le 1^{er} semestre 1920 se complète du fait que, malgré le règlement d'un déficit commercial par l'intermédiaire d'achats de change, le mark remonte grâce à l'influence prédominante des crédits de spéculation; d'ailleurs la hausse du mark n'est que momentanée et elle est moins importante, toutes proportions gardées, que celles du franc et de la livre au début de cette année 1921.

b) Février à mi-mai.

Au début de cette période, l'industrie allemande semble stationnaire.

Ainsi nous avons vu que les prix intérieurs suivent un mouvement de baisse continue, bien que progressivement ralenti et faible dans son ensemble (l'index passant de 1.376 à 1.308 entre février et mai). Sans doute subissent-ils tout d'abord l'impulsion qui leur a été donnée entre janvier et février (baisse de 63 points, conséquence directe de la hausse brusque du mark en janvier), ne serait-ce que sous la pression des consommateurs (pression particulièrement nette depuis le milieu de 1920, dans la plupart des pays, ainsi que nous le verrons pour la France et pour la Grande-Bretagne). Mais cela ne suffit pas à justifier la persistance de la baisse jusqu'en

mai (alors que le change est stationnaire); cette tendance continue est un signe de la stagnation des affaires.

La stagnation est encore témoignée : par l'augmentation des dépôts dans les Caisses d'Epargne, qui est de 2.800 millions de marks pour le seul premier trimestre 1921, alors qu'au cours du premier semestre 1920, il y avait eu excédent de retraits (360 millions de marks); par la baisse des valeurs à la Bourse de Berlin (voir « Situation générale de l'Allemagne »); enfin par le ralentissement des émissions industrielles (les augmentations de capital en mars n'atteignent que 530 millions de marks, intéressant 120 sociétés).

Cette stagnation momentanée des affaires est causée par un ensemble de phénomènes concomitants :

Extension de la sous-consommation mondiale (voir « France » et « Angleterre ») qui atteint même le marché allemand;

Diminution de l'écart entre l'index-or allemand et les index-or anglais et américain, depuis le milieu de 1920;

Incertitude générale, dans l'attente de la solution qui doit intervenir au premier mai pour le problème des réparations.

Cette incertitude pèse également sur la spéculation au change; elle est accentuée encore, au point de vue politique, par la lenteur des négociations de paix avec les Etats-Unis.

La devise est donc peu travaillée; aussi les velléités d'alourdissement sont-elles facilement contrecarrées par l'action de la Reichbank et des Banques allemandes.

L'effort du Gouvernement allemand est d'ailleurs témoigné par le ralentissement de l'inflation, qui équivaut presque à un arrêt.

— Dans la seconde partie de la période, l'allure des phénomènes tend à se modifier: la baisse des prix intérieurs est presque arrêtée, la tendance du change est meilleure.

L'activité des affaires est en voie de reprise : les émissions industrielles reprennent et dépassent un milliard 1/2, intéressant 141 sociétés, en avril;

Le Commerce mondial réapparaît sur le marché des changes ;

La hausse des valeurs reprend à la bourse de Berlin et elle n'est pas, à ce moment, la contre-partie des spéculations à la baisse du change.

L'acceptation de l'ultimatum par l'Allemagne, survenant au milieu de mai, provoque une accentuation brusque et toute momentanée de cette tendance favorable, et le change atteint sa cote la meilleure de l'année.

c) Mi-mai à septembre.

C'est l'époque des versements importants de l'Allemagne, à la suite de l'acceptation de l'ultimatum.

Nous observons simultanément :

Une baisse générale du change,

Une hausse générale des prix, surtout en août,

Une reprise de l'inflation.

Mais, dans son ensemble, l'importance du mouvement est relativement faible, si on la compare aux mouvements de 1919 et de 1920 qui n'avaient pas de cause aussi sérieuse, et surtout à ceux qui suivront.

De plus, le franc et la livre baissent dans des proportions plutôt plus fortes que la devise allemande ; nous constatons donc sur le marché des changes une hausse du dollar et non une baisse propre du mark ; la cause en est dans les achats de devises américaines à l'aide des francs et des livres approvisionnés par l'Allemagne en vue de cette échéance (voir le mécanisme des versements dans les chapitres qui concernent la France et la Grande-Bretagne).

L'effort allemand est aidé par les bonnes dispositions des Etats-Unis vis-à-vis de l'Europe à ce moment ; les rentrées d'or et les hausses du dollar ont été généralement suivies jusqu'ici d'une accentuation de la crise des affaires ; aussi le marché américain cherche-t-il à éviter cette conséquence fatale en dispensant de larges crédits et en favorisant le dé-

veloppement des achats : le Federal Reserve Board autorise les Banques de réserve à escompter et les Banques affiliées à accepter les effets sur l'étranger correspondant à des opérations commerciales américaines jusqu'à échéance de 6 mois (contre 3 mois antérieurement).

Passons aux relations entre les variations des différents éléments :

La baisse du change ou plutôt la hausse du dollar caractérise la période et est la cause primordiale des autres mouvements ; nous constatons en effet que la baisse du change précède nettement la hausse des prix intérieurs et la reprise de l'inflation.

Passant aux prix intérieurs, nous constatons bien une hausse immédiate à partir de mai, mais cette hausse est faible jusqu'en juillet inclus (l'index passe de 1.308 en mai à 1.428 en juillet, alors qu'il était de 1.439 en janvier) ; nous y discernons surtout une indication de tendance : l'éducation des vendeurs s'est faite comme celle des consommateurs et les premiers ont profité de la baisse du change pour provoquer aussitôt une réaction contre la tendance précédente, dont la persistance était le fait des seconds. En somme, le mouvement des prix est initialement *de nature psychologique* ; c'est la première fois que nous voyons nettement cette considération intervenir pour les prix intérieurs ; elle manifeste une évolution de l'esprit public à la suite des sautes incessantes des dernières années.

La hausse importante des prix intérieurs ne se manifeste qu'entre juillet et août, l'index passant brusquement de 1.428 à 1.917 ; le décalage dans le temps entre la hausse de la prime et la hausse de l'index est normal, et nous l'avons déjà constaté antérieurement dans des circonstances analogues ; ce qui rappelle moins les phénomènes de 1920 commencement 1921 ; c'est le fait que les prix arrivent brusquement presque au niveau de la prime, et que le décalage en intensité n'existe pas comme précédemment : l'index d'août

est de 1917, alors que la prime est de 1920 le 9 août, et que ce chiffre représente sensiblement la moyenne de la prime entre mi-juillet et mi-août. De même, dans le mois suivants, la hausse de l'index va se ralentir très brusquement, alors que la hausse de la prime s'est ralentie d'une manière presque semblable au courant d'août et les chiffres même peuvent être rapprochés : l'index de septembre est de 2.067 et la moyenne de la prime est sensiblement égale à ce chiffre entre le 16 août et 6 septembre inclus ; ici encore, décalage normal dans le temps, mais décalage dans l'intensité pratiquement nul. Il faut en conclure que, comme en 1919, le Gouvernement allemand intervient et tend à maintenir un taux de conversion artificiel ; cette conclusion nous semble vraisemblable pour plusieurs raisons :

a) En présence des versements très importants qu'effectue le Gouvernement, il est certain qu'il a pris et prend ses dispositions pour commander le marché dans toute la mesure du possible et qu'il a assumé de nouveau toutes les opérations de change, de manière à éviter d'être gêné par l'action des particuliers ;

d) Les versements allemands ont lieu surtout sous forme de dollars, achetés à l'aide de francs et de livres ; dès lors les conversions de marks sont réduites par rapport à celles des autres devises alliées, américaines ou même neutres ; le change allemand doit donc être particulièrement facile à manœuvrer.

e) La spéculation sur le marché des changes ne doit pas être très active ; elle peut être déroutée à juste titre par les conséquences des importantes opérations en cours, et se renferme dans l'expectative. Les affaires intérieures allemandes de leur côté sont toujours indécises : l'orientation des capitaux vers l'industrie se poursuit ; mais sa signification devient douteuse, alors que la hausse de toutes les valeurs à la Bourse de Berlin s'amplifie progressivement, surtout en septembre, indiquant le début d'un mouvement anormal que nous retrouverons dans toute sa plénitude au cours

de la période suivante; d'autre part les renseignements officiels indiquent une accentuation du chômage (voir calendrier du change).

d) Enfin le Gouvernement doit profiter des circonstances pour agir sur l'ensemble des devises, et alourdir le franc et la livre, tout en soulageant le mark; le but étant évidemment de suggérer une relation de cause à effet entre les versements allemands et la baisse des changes alliés.

Pour toutes ces raisons, nous ne craignons pas de conclure que le cours du mark n'indique guère au cours de cette période qu'un taux de conversion arrêté par le Gouvernement allemand sur la base des prix intérieurs; comme précédemment cette action s'accompagne d'une action sur le change et aussi, dans une certaine mesure, d'une action sur les prix intérieurs, toutes ces mesures étant liées les unes aux autres à la fois comme intentions et comme moyens. Ces phénomènes sont particulièrement marqués en août et en septembre; c'est à ce moment seulement que l'Allemagne aperçoit nettement le parti qu'elle peut tirer de la situation et qu'elle n'hésite pas, pour l'exploiter, à recourir à l'encaisse. Rappelons toutefois que le voisinage entre l'index et la prime est également favorisé par le facteur psychologique (qui se traduit ici par la pression des vendeurs sur le marché intérieur).

La sortie d'or en août se rattache directement aux manœuvres tendant à soutenir le mark et à alourdir le franc et la livre; l'Allemagne a constaté en 1919 qu'à augmentation égale de l'inflation, la diminution de l'encaisse avait une action immédiate beaucoup moins défavorable sur l'ensemble des autres éléments que l'augmentation des émissions; de plus, en l'occurrence, les règlements extérieurs dominent la situation et aucune émission de billets ne pourrait remplacer l'utilisation de l'or.

En ce qui concerne l'inflation d'une manière générale, la montée par gradin n'a rien d'étonnant en l'occurrence; chaque gradin doit correspondre à une opération de la Reichbank

en vue d'un paiement ou d'un approvisionnement de devises ; celle-ci a intérêt à ne pas faire les conversions d'une manière continue, ce qui favoriserait les manœuvres de bourse contre elle, mais au contraire à agir successivement par à-coups aussi imprévus que possible, tant au point de vue des époques que des places ; on note en effet à partir de juin des hausses brusques et intermittentes de changes neutres.

Ce qui est le plus intéressant à retenir c'est que cette fois-ci encore, l'inflation ne précède pas la baisse du mark, ni la hausse des prix intérieurs ; comme nous l'avons déjà constaté précédemment à plusieurs reprises, les mouvements de l'inflation sont les *conséquences* et non pas les *causes* des autres mouvements ; mais cette fois-ci la hausse des prix intérieurs et l'augmentation de l'inflation semblent être toutes deux les conséquences directes de la baisse du change, ou plutôt des achats de devises en vue des versements-achats qui sont le phénomène caractéristique de la période envisagée.

d) *Septembre à décembre.*

Cette période est caractérisée dans sa première partie par un affolement de la spéculation à la baisse du mark, né dans le public allemand, et qui s'est propagé ensuite dans les milieux étrangers. Cet affolement se traduit par une montée vertigineuse des valeurs à la Bourse de Berlin ; les achats portent surtout sur les titres industriels et sur les devises étrangères, et peu sur les titres d'emprunts allemands ; nous avons suivi les indices de la hausse à la « Situation générale » ; rappelons qu'en novembre, la cote dépasse 1000 0/0 pour les valeurs industrielles, et 500 0/0 pour les valeurs des grandes Banques. En même temps l'Industrie allemande achète en hâte des devises étrangères pour payer ses importations de matières premières, provoquant la hausse du dollar et surtout celle de la livre.

Il est remarquable que le déclanchement de cet affolement au début de septembre ait suivi presque immédiatement la sortie d'or de fin août; c'est exactement le contraire de ce que pouvaient faire prévoir les précédents de 1919; mais la situation n'est plus la même, pour une double raison :

a) Le chiffre de la Circulation a considérablement augmenté depuis cette époque; la confiance du public dans le relèvement possible du mark commence à être ébranlée, mais l'opinion est endormie par l'habitude des émissions dont chacune, relativement faible, ne suffit pas à provoquer un revirement brusque; la sortie d'or, survenant à ce moment, fait l'office du grain de sel qui fait cristalliser subitement une solution sursaturée, alors qu'une évaporation lente l'aurait amenée progressivement à une concentration bien supérieure;

b) Contrairement à ce qui s'est passé jusqu'ici, l'attention est attirée sur les problèmes extérieurs (versements allemands) et une sortie d'or se remarque bien plus qu'en temps normal (sa réaction directe sur les prix intérieurs n'est en effet pas très sensible).

Des à-coups se manifestent dans cette baisse vertigineuse; ces à-coups sont normaux dans les mouvements où la spéculation pure domine.

Ils sont d'autant plus explicables jusqu'en octobre que les achats de devises en vue des versements de réparations ont été la cause initiale, ou si l'on veut le prétexte de l'affolement et que, ces achats étant dès lors surveillés de très près, toute recrudescence de leur part doit provoquer un regain de spéculation et inversement tout ralentissement, une acalmie. Or, nous avons vu déjà dans la période précédente que le Gouvernement allemand tend à effectuer les achats de devises par lots importants et d'une manière intermittente; nous sommes confirmés dans cette idée par les mouvements de l'inflation; ceux-ci manifestent non plus des paliers comme précédemment, mais des décrochements brusques avec des intervalles de hausses modérées; les décrochements

brusques doivent correspondre aux achats successifs de devises étrangères, achats que la Reichbank réalise généralement à l'aide de marks qu'elle jette brusquement sur le marché et exceptionnellement (deux fois entre août et octobre) par une sortie d'or; en effet les mouvements brusques du change et de la prime sont presque toujours simultanés, cette simultanéité excluant l'idée d'une relation directe entre les uns et les autres, mais confirmant qu'ils sont les deux effets d'une même cause, à intervalles successifs. Enfin le Gouvernement allemand réagit de toutes ses forces contre un affolement qui lui est particulièrement préjudiciable, secondé en cela par les industriels, dont la puissance s'affirme de plus en plus (nous avons souligné en octobre, dans le calendrier du change, le bruit mené autour d'un projet des industriels pour soutenir le mark); il marque des succès momentanés dont il profite aussitôt pour faire une opération d'achats, à la suite de laquelle la pression se relâche, la spéculation s'intensifie et la baisse reprend brusquement; et ainsi de suite.

Ce qu'il y a de certain, c'est que le Gouvernement allemand accomplit jusqu'en fin octobre un très gros effort; il fait en une seule fois tous les achats nécessaires pour assurer l'ensemble des versements qui lui restent à effectuer en 1921 (exécution de l'ultimatum de mai); dès le début d'octobre, le Comité des Garanties fait connaître dans un communiqué officiel que le versement du 15 novembre est pratiquement effectué, en tenant compte des livraisons en nature et des prélèvements opérés par certains Etats sur les importations d'Allemagne (ce versement étant de 310 millions de mark-or, évaluation provisoire du prélèvement de 26 0/0 sur les exportations allemandes, pour la période du 1^{er} mai au 31 juillet 1921).

Dès fin octobre le résultat est complètement obtenu; mais, pour le parfaire, il a fallu recourir une dernière fois à l'encaisse et cette fois-ci encore, immédiatement après la

sortie d'or, nous observons une chute du mark qui dépasse en amplitude toutes les précédentes; cela bien que la diminution de l'encaisse soit relativement peu importante et qu'elle n'ait été que pour une faible partie dans la hausse simultanée du chiffre représentatif; nous y voyons une confirmation de notre exposé précédent sur ce point : à l'inverse de ce qui se passait en 1919, la sortie de l'or est le signe qui rallie d'emblée tous les spéculateurs à la baisse du mark, Il est certain d'ailleurs qu'à ce moment le Gouvernement allemand se désintéresse de la question et abandonne le marché lui-même. En 15 jours, du 25 octobre au 7 novembre, la prime passe de 4.000 à 7.000; la spéculation s'accélère de son propre mouvement car, au milieu de la quinzaine, le 1^{er} novembre, la prime n'est que de 4.500, et aucune cause nouvelle n'apparaît au début de novembre. Les sorties d'or ont définitivement cessé; la Circulation va augmenter jusqu'à la fin de l'année irrégulièrement, mais d'une allure rapide; d'ailleurs cette hausse est beaucoup moins forte, en comparaison des précédentes, si l'on envisage son importance relativement à la Circulation totale (celle ci passe de 91.328 le 31 octobre à 113.693 millions, soit une augmentation de 22.165 millions et une augmentation relative de 22 0/0 environ; soit sensiblement le chiffre de 23 0/0 que nous considérons comme faible entre le 7 février et le 30 avril 1920); spécialement dans la quinzaine du 25 octobre au 7 novembre, la hausse du chiffre représentatif est insignifiant.

Il faut dire un mot du fait que le chiffre de la prime a atteint presque exactement celui de l'inflation le 7 novembre, alors que d'une manière courante il se trouve bien au-dessous de lui; nous n'attacherions pas d'autre importance à ce fait, ayant déjà dit que les bases de calcul du chiffre représentatif étaient très arbitraires et qu'il ne pouvait en être autrement. Mais, nonobstant cette remarque, les partisans de la théorie quantitative pourraient soutenir le raisonnement suivant : en général, le jeu quantitatif est masqué par la masse

des marks détenus par les spéculateurs; vienne un moment où ces marks sont tous ou presque tous jetés sur le marché, immédiatement la théorie se trouve confirmée. Or il n'est pas admissible, même en période d'affolement, que presque tous les marks soient jetés à la fois sur le marché; nous verrons au sujet de la France (Conclusions Générales) que les cours peuvent s'exaspérer à un moment donné, par l'abstention de la demande, sans aucune proportion avec la quantité de devises jetée sur le marché.

Du 7 novembre au 31 décembre, la spéculation, par une réaction naturelle, revient de son affolement et la prime retombe, avec les oscillations normales aux mouvements de spéculation pure. La réaction est aidée par la manœuvre contre le franc, à l'occasion de la Conférence de Washington, dont le mark bénéficie par contre-coup, et par la déclaration d'insolvabilité du Reich qui, dans l'opinion du monde des affaires, signifie non pas la ruine de l'Allemagne, mais tout au contraire le fait qu'elle tend à se dégager des versements au compte des réparations, ce qui facilitera à la fois son essor économique et la reprise du commerce mondial.

La cote des valeurs à la Bourse de Berlin suit, en sens inverse, les mouvements du change et retombe en fin d'année, après sa montée prodigieuse en octobre-novembre (voir la « Situation générale »); mais l'industrie allemande a profité de cette hausse des valeurs ainsi que de la baisse brusque de l'index-or et nous trouvons en fin d'année les affaires en plein essor.

— Il nous reste à dire un mot des prix intérieurs pendant la période que nous étudions. Leur mouvement consiste en une hausse rapide et accélérée de septembre à novembre et une hausse presque insignifiante de novembre à décembre; il suit donc nettement les oscillations du change, avec une amplitude très réduite et un décalage dans le temps à peine sensible; l'index, qui était dans le voisinage de la prime en août, reste nettement en dessous de celle-ci, même en

considérant les chiffres de fin décembre, après la crise (index 3.487 contre minimum de la prime 4.050) : en effet l'influence du change sur les prix doit être principalement de nature psychologique : nous admettons que les Allemands n'ont payé aucune importation par achat de change pendant cette période ; ils s'étaient approvisionnés auparavant ou se sont fait ouvrir des crédits.

D'ailleurs, si le mouvement des prix intérieurs est conditionné par les mouvements de la prime, le niveau élevé atteint par les prix est justifié par deux autres raisons, dont l'influence est plus réelle : augmentation considérable de la Circulation et reprise du Commerce et de l'Industrie.

CONCLUSIONS

A) Janvier

Au point de vue du change et de l'inflation, accentuation de la tendance générale à l'amélioration du 4^e trimestre 1920, due en partie à une réaction contre un petit mouvement en sens contraire fin décembre, et en partie à un renouveau de confiance mondiale coïncidant avec une pleine reprise du Commerce et de l'Industrie. A ce double point de vue, le mois de janvier 1921 peut être considéré comme le complément du 2^e semestre 1920 et n'offre pas de caractère spécifique propre.

Au point de vue des prix de gros, l'intérêt ne porte pas sur l'index du mois de janvier, mais sur celui des mois suivants, l'influence des mouvements du change se traduisant de la même manière qu'au cours du 1^{er} semestre 1920. Nous n'observons donc aucun caractère spécifique nouveau, mais la confirmation de nos conclusions précédentes.

B) Février à mi-mai

Ne nous offre, pour ainsi dire, pas de conclusions à formuler. Incertitude, avec tendance plutôt défavorable, sur tous les éléments à cause de la stagnation des affaires; tendance contrebalancée par l'action certaine du Gouvernement allemand sur les cours.

Ce double caractère est nettement traduit par la courbe du change, sans oscillation ni direction nette.

L'inflation ne manifeste pas de reprise appréciable malgré la légère tendance à l'alourdissement du change, la proximité de l'échéance du 1^{er} mai, la stagnation des affaires; ces éléments défavorables sont combattus par l'effort du Gouvernement et par l'utilisation des devises étrangères, en particulier des francs de Spa, sur le marché du change.

Dans ces conditions, les prix de gros ne subissent eux-mêmes aucune influence sensible de la part des autres éléments; ils manifestent spontanément une tendance à la baisse, provenant initialement des mouvements du change et de l'inflation en janvier, entretenue, faute d'action contraire, sous une certaine pression du public et par suite de la stagnation des affaires.

Le seul fait nouveau à retenir est celui d'une *certaine influence psychologique sur les prix intérieurs*.

C) Mi-mai à septembre

Conclusions nouvelles très intéressantes.

La caractéristique de la période consiste dans les premiers versements importants de l'Allemagne au titre des réparations.

Hausse générale de la prime, de l'index et de l'inflation, mais relativement faible (manœuvre du Gouvernement allemand contre le franc et la livre et en faveur du mark,

utilisation des devises alliées détenues par l'Allemagne, ouvertures de crédits américains et neutres).

Nous retiendrons les considérations suivantes :

1^o *Les achats de devises sont la cause certaine et directe de tous les mouvements; la baisse du change en est la manifestation la plus rapide et précède constamment la hausse des prix intérieurs et la reprise de l'inflation.*

2^o La hausse des prix commence immédiatement à partir de mai, mais elle est extrêmement faible jusqu'à juillet et ne donne guère qu'une indication de tendance; nous sommes conduit à admettre de nouveau *une influence psychologique sur les prix de gros*, en sens inverse de la précédente et provenant cette fois des vendeurs (baisse du change).

3^o La hausse importante des prix intérieurs ne se manifeste qu'à partir d'août; elle suit les vicissitudes de la baisse du change, avec un décalage dans le temps de 2 mois environ. Mais contrairement à ce qui se passait précédemment depuis 1920, les prix arrivent presque brusquement au niveau de la prime et *le décalage en intensifié n'existe pas*. Nous concluons comme en 1919 à *une action du Gouvernement allemand sur le cours du mark*; le rapprochement de l'index et de la prime étant d'ailleurs favorisé par le facteur psychologique.

4^o Inflation par gradin, chacun d'eux concordant avec l'achat d'un lot de devises étrangères par le Gouvernement allemand ou le suivant de peu. Les mouvements sont presque simultanés de ceux de l'index, et ne précèdent jamais ceux du change. Les variations des différents éléments sont donc à leur origine indépendants les uns des autres et se révèlent *comme les effets d'une même cause*, spéciale à cette période (les achats de devises).

Nous verrons à la période suivante l'influence de la sortie d'or en août.

D) Septembre à décembre

Mouvement de spéculation folle sur le mark, déclanché à la Bourse de Berlin par le public allemand et suivi par les étrangers.

Continuation des achats de devises par l'Allemagne jusqu'au gros effort final du 18-25 octobre.

Nous avons constaté toutes les caractéristiques d'un mouvement désordonné où la spéculation pure domine : contrarié par le Gouvernement allemand, mais justifié par les achats de devises jusqu'au 18-25 octobre; livré à lui-même, mais sans raison apparente, à partir de ce moment.

Nous retiendrons les considérations suivantes, dont la première seule est spécifiquement nouvelle :

1^o Le début du mouvement succède de très peu à la diminution de l'encaisse en août; et la nouvelle diminution de l'encaisse à la fin des achats, au 18-25 octobre, provoquera un nouveau regain de la crise. Contrairement à ce qui s'est passé en 1919, *les sorties d'or ont donc une influence bien plus considérable*, en particulier sur le change, que l'accélération des émissions et même que les à-coups dans cette accélération.

2^o Les mouvements du change sont désordonnés et atteignent une amplitude dont n'approchent pas, même de très loin, ceux de l'inflation et de l'index; ils sont caractérisés par une gigantesque oscillation agrémentée d'oscillations parasites. En ceci, rien à retenir de particulier (*spéculation provoquée* par les achats de devise).

3^o Le mouvement de l'index suit les mouvements du change, mais il ne manifeste pas d'oscillation et son intensité est bien moindre, même à ne considérer que les chiffres initial et final de la prime; l'intensité est beaucoup plus comparable à celle de l'augmentation de l'inflation. Le décalage dans le temps est à peine sensible entre les variations des prix et du change. Nous avons conclu que le relèvement de l'index

est la conséquence de la baisse du mark et de l'augmentation de l'inflation, surtout par suite de *l'influence psychologique se traduisant* par la pression des vendeurs.

4° Les mouvements de l'inflation coïncident avec les mouvements de la prime ou les précèdent immédiatement ; les mouvements des prix intérieurs les suivent de peu ; *ils sont initialement les conséquences directes des achats de devises.*

CONCLUSIONS D'ENSEMBLE POUR L'ANNEE 1921

Jusqu'en mai aucun fait caractéristique nouveau à signaler dans le mécanisme des différents mouvements, si ce n'est *l'influence psychologique sur les prix intérieurs* que nous avons définie plus haut.

A partir de mai, cette influence continue à se manifester ; mais *les achats de devises* par le Gouvernement allemand deviennent la *cause principale* et primordiale de tous les mouvements ; les conséquences de cette double influence sont : un cours du mark et un cours des prix intérieurs arbitrairement liés, avec un décalage dans le temps, jusqu'en septembre inclus ; un cours du mark abandonné à une spéculation folle de septembre à décembre, tandis que les prix intérieurs suivent le mouvement de la prime, avec une intensité très réduite, et compte non tenu des oscillations considérables de cette prime, sans décalage dans le temps. Quant à l'inflation, elle est, elle aussi, la conséquence directe des achats de devises, dont elle accompagne immédiatement ou presque immédiatement les mouvements ; à noter que, contrairement à ce qui se passait en 1919, les sorties d'or ont sur les mouvements spéculatifs du change une influence prépondérante, et qui dépasse de loin celle des émissions.

CHAPITRE V

Conclusions générales pour l'Allemagne

Nous avons été amenés à reconnaître que les mouvements relatifs du change, des prix intérieurs et de l'inflation avaient des relations constantes les uns avec les autres ; mais ces relations sont très différentes suivant les époques et tel élément, dont la variation apparaît comme la cause initiale d'un mouvement général à une époque donnée, est au contraire, à une autre époque, englobé dans un mouvement général déclenché par la variation d'un autre élément ; au point de vue du mécanisme des réactions, tantôt la variation d'un élément entraîne directement la variation d'un autre, lequel influe à son tour sur celle du troisième ; tantôt au contraire deux éléments ou même les trois varient indépendamment les uns des autres avec une simultanéité plus ou moins grande en fonction d'une même cause.

Nous pouvons distinguer trois catégories de périodes : celles où l'on relève l'influence d'une volonté dirigée sur tel ou tel élément ; celles où les éléments varient initialement par le jeu naturel des relations économiques ; celles enfin qui tiennent de l'une et de l'autre des deux catégories précédentes.

1° *Périodes où l'on constate le libre jeu des phénomènes économiques.* — Ce sont principalement : le premier semestre 1920 (de février à fin juin) ; le premier semestre 1921 (de janvier à mi-mai) ; la fin 1921.

Le mécanisme correspondant se révèle particulièrement au cours du premier semestre 1920 où se produisent des mouvements importants ; nous renvoyons pour son étude aux conclusions exposées à propos de cette période, auxquelles il faut ajouter pour être complet et envisager le rapport de l'inflation avec les autres éléments, la quatrième conclusion relative à l'ensemble de l'année 1920 ; conclusions que nous résumons ci-après :

- les mouvements du change, cause initiale des mouvements des autres éléments (le change étant particulièrement sensible à toutes les influences, par suite de la susceptibilité des crédits de spéculation, à laquelle vient s'ajouter celle des crédits commerciaux et, par ricochet, celle des prix intérieurs et de l'inflation.

- décalage entre la courbe de la prime et celle de l'index, décalage dans le temps et décalage en intensité, celui-ci étant d'autant plus prononcé que la hausse de la prime est plus rapide.

- décalage dans le temps entre le mouvement de l'index et celui de l'inflation, et relation entre la direction de ces deux mouvements (à propos de l'inflation on ne peut parler d'intensité : le chiffre représentatif étant établi d'une manière trop arbitraire).

Nous avons vu que le mécanisme du premier semestre 1921, quoique difficile à analyser à cause de la faiblesse des mouvements pendant cette période (sauf en janvier), ne fait que confirmer la précédente étude : voir conclusions relatives à janvier 1921 et à février-mi-mai 1921, et début des conclusions relatives à l'ensemble de 1921 ; ces conclusions ne font intervenir qu'un élément nouveau : c'est une *influence psychologique sur les prix intérieurs* et qui a pour effet de lier plus étroi-

tement le niveau des prix de gros au niveau de la prime de l'or, à la fois dans le temps et en intensité.

Enfin remarque analogue au sujet de la fin 1921 ; le mécanisme est difficile à examiner cette fois-ci pour la raison contraire, à cause de l'allure désordonnée et exceptionnelle du change et des oscillations à amplitudes énormes de cet élément dans un très court laps de temps ; mais nous avons vu que nos conclusions à son sujet ne faisaient, elles aussi, que confirmer les conclusions du premier semestre 1920, amendées par l'influence psychologique sur les prix intérieurs.

2^o *Période où l'on constate l'intervention d'une volonté dirigée.*

— Ces périodes sont nombreuses ; elles diffèrent notablement entre elles par la direction de cette volonté, par sa nature, par son mode d'action, par le résultat obtenu.

Nous distinguerons : le premier semestre 1919 (mars à juin) ; le deuxième semestre 1920 (fin juin à décembre) ; le deuxième semestre 1921 (mi-mai à septembre).

A) *Année 1919 : mars à juin.* — Intervention directe du Gouvernement allemand dans les règlements extérieurs, le solde de la balance commerciale étant réglé en grande partie par l'or de la Reichbank.

Comme caractères particuliers : Voisinage entre la courbe de la prime et celle de l'index ;

Régularité dans la courbe du change ;

A-coups dans la courbe de l'inflation.

B) *2^e semestre 1920 : fin juin à décembre.* — Intervention directe du Gouvernement allemand dans les règlements extérieurs : utilisation des francs de Spa, plutôt par voie d'intervention sur le marché du change que pour le règlement direct des importations (d'ailleurs le déficit de la balance commerciale a diminué depuis 1919).

Nous retrouvons les 2 premiers caractères précédents ; quant à l'inflation, elle est au contraire régulière et amortie, par suite des disponibilités exceptionnelles qu'utilise l'Allemagne.

C) 2^e semestre 1921 : *mi-mai à septembre*. — Intervention du Gouvernement allemand dans les règlements extérieurs, non plus cette fois-ci pour seconder le commerce allemand ni même pour influencer directement sur le change, mais pour approvisionner les devises étrangères nécessaires aux versements des réparations. Le mécanisme se rapproche des précédents par quelques points, mais il a aussi certaines caractéristiques de la première catégorie :

— Chiffres de la prime et de l'index voisins, comme dans les 2 périodes précédentes, mais avec un décalage dans le temps comme dans la période de libre jeu économique ;

— Régularité relative de la courbe du change, mais beaucoup moins caractéristique que dans les 2 périodes précédentes ; on peut dire seulement que les oscillations momentanées sont peu nombreuses et peu importantes, étant donné la grande amplitude du mouvement général de la prime ;

— A-coups dans la courbe de l'inflation particulièrement prononcée (montée par paliers).

3^e Périodes *mixtes*. — Il est extrêmement difficile d'en tirer directement un enseignement, les influences s'enchevêtrant d'une manière confuse ; mais il est possible, dans une analyse soignée, de retrouver ces influences, lorsque leur mécanisme a été étudié et démonté dans les périodes qui présentent un caractère marqué. Nous renvoyons aux interprétations et conclusions exposées à l'occasion de chacune des époques suivantes :

Novembre 1918-février 1919 ; juin 1919-février 1920 ; octobre 1921.

Un dernier rappel s'impose :

Nous avons vu au cours de cette étude que les mouvements de l'inflation étaient la conséquence et non la cause d'autres mouvements ; en particulier, dans les périodes de libre jeu économique, ces mouvements succèdent à ceux des prix intérieurs, qui succèdent en général à ceux de la prime de l'or (particulièrement sensible à toutes les influences) ; il ne faudrait pas en conclure :

Ni que l'augmentation de l'inflation n'a pas d'influence sur la baisse du change et sur la hausse des prix intérieurs ; l'augmentation de l'inflation consolide la hausse des prix intérieurs qui l'a provoquée et elle consolide aussi la baisse du change, à la fois directement par son influence sur l'esprit des spéculateurs et indirectement par son action sur les prix intérieurs. L'ensemble fonctionne, avec un peu plus de souplesse, comme une roue à rochets dont l'inflation serait le cliquet : à moins de débrayer la roue par un effort tout à fait spécial (qui correspond à une réduction volontaire et spontanée de l'inflation), celle-ci ne peut tourner que dans un sens, et tout mouvement dans ce sens est immédiatement marqué et consolidé par la prise du cliquet sur la dent suivante de la roue ;

Ni que le Gouvernement allemand a été pleinement excusable de s'abandonner au libre jeu des phénomènes économiques, sans parler même des moments où il a pu intervenir pour en aggraver les conséquences ; l'exposé précédent montre que le devoir d'un Gouvernement est de faire tous ses efforts pour éviter que les émissions de billets ne viennent compromettre de plus en plus profondément les possibilités de rétablir une situation saine.

SECTION III

Grande-Bretagne

CHAPITRE PREMIER

Situation générale⁽¹⁾ ⁽²⁾

Au lendemain de l'armistice, la Grande Bretagne se trouve économiquement en meilleure posture que la plupart des autres pays du monde : son industrie est intacte et devra seulement se réadapter à la production commerciale ; sa flotte de commerce est puissante ; son organisation bancaire sans égale.

La réorganisation de l'industrie va s'opérer dans les derniers mois de 1918 et au cours de 1919 et la production s'épanouira dans les premiers mois de 1920.

Malgré la crise mondiale des affaires qui sera ressentie d'une façon toute spéciale par ce pays, étant donné la nature

1. Voir, sur l'opportunité de cet exposé, le début du chapitre premier, Section IV (La France).

2. Nous empruntons l'ensemble des considérations qui suivent à une série, d'articles qui ont paru dans l'*Economiste Européen* à partir du 21 janvier 1921, sous la signature de M. E. Thery ; nous avons également utilisé certains passages de la thèse de M. Mauwas, soutenue en 1921, et relative au système monétaire et au change anglais depuis la guerre.

même de son activité normale, le réajustement financier suivra immédiatement la réorganisation industrielle et s'opérera au cours de l'année 1920.

SITUATION FINANCIÈRE.

Pendant la guerre, les recettes avaient suivi une progression constante, passant de 5 milliards de francs pour l'exercice 1913-14 (1^{er} avril au 31 mars) à 22.421 millions de francs (conversion en monnaie française au pair, soit au taux de 25 fr. 22 par livre sterling) pour l'exercice 1918-19; mais les dépenses avaient crû bien plus rapidement encore, passant dans le même temps de 4.981 à 65.050 millions; de sorte qu'au lieu d'un excédent de 19 millions, le budget se bouclait par un déficit de 42.629 millions, le plus considérable des déficits annuels après celui de l'année précédente, 1917-1918, qui avait dépassé 50 millions.

Le coût de la guerre pour la Grande Bretagne, tel qu'il ressort des évaluations du Livre Blanc, publié le 28 mai 1919, est d'environ 200 milliards, dont plus de 30 milliards d'avances aux Alliés (12 à 13 milliards à la Russie) et cinq milliards d'avances aux Dominions; les achats de viande à eux seuls ont dépassé trois milliards.

Mais un gros effort est réalisé au cours de l'exercice 1919-20; les recettes atteignent 53.784; les dépenses sont réduites à 42.011 millions, et le déficit à 8.227 millions.

Les prévisions de 1920-21, moyennant une augmentation légère des recettes et une nouvelle diminution notable des dépenses, conduisent à un excédent de 5.900 millions (dépenses : 29.700 millions; recettes : 36.600 millions).

Les prévisions de 1921-22 font encore ressortir un excédent, mais celui-ci est ramené pour le budget ordinaire à un peu plus de 2 milliards; les dépenses ont été cependant encore comprimées et ramenées au chiffre de 24 milliards 1/2; mais les

les recettes sont tombées à 26 milliards 1/2 : la diminution provenant de la taxe sur les bénéfices exceptionnels. Il est vrai qu'en tenant compte du budget spécial, dont l'excédent prévu est de 2 milliards 350 millions, l'excédent global ressort à environ 4 milliards 1/2.

Dès fin 1920, la dette a été réduite à 197.253 millions, contre 203.752 millions en fin 1919.

La dette flottante s'est toutefois légèrement accrue et l'ensemble des émissions de billets de banque et de Currency Notes donne le total le plus élevé qui ait été atteint : montant hebdomadaire de 11.323 millions de francs.

Mais le Trésor a fixé, pour les émissions à découvert, un maximum de 320.600.000 livres (plus de 8 milliards de francs au pair) en 1920 ; cette limitation, sans entraîner *ipso facto* l'arrêt des émissions, a orienté et précisé l'effort du Gouvernement ; nous reparlerons dans les chapitres suivants des mesures qui ont traduit cet effort, et parmi lesquelles il convient de citer l'action vers la baisse des prix — analogue à celle du gouvernement français.

En 1921, la circulation est enfin stabilisée avec tendance à la diminution ; le total des émissions de billets de banque et de Currency-Notes se tient aux environs de 11 milliards (de francs) en décembre 1921, après être descendue à un chiffre inférieur au cours du second semestre-tandis qu'elle dépassait 12 milliards en décembre 1920.

Le total des emprunts gouvernementaux a été de 5 milliards de francs en 1921 ; il était tombé à moins d'un milliard en 1920, mais n'était alors que le complément des émissions de bons du Trésor et des avances par voies et moyens ; en 1919, il avait atteint par contre plus de 20 milliards (12 milliards par l'emprunt des Funding Loans et Victory Bonds ; 7 milliards 1/2 par l'émission des obligations nationales de guerre, suspendue le 31 mai ; un milliard 1/2 par les placements des certificats d'épargne de guerre). Le maximum des émissions d'Etat avait d'ailleurs été atteint en 1918, avec 34 milliards environ.

Il faut dire ici un mot du mode suivant lequel s'est réalisée l'inflation anglaise :

L'Act du 6 août 1914 a créé les Currency-Notes; il leur a donné pouvoir libératoire illimité et a laissé à la Trésorerie un pouvoir très large pour fixer les conditions des émissions. Celles-ci ont eu lieu par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, chaque banque pouvant obtenir au maximum de celle-ci un montant égal au cinquième de son passif en dépôts et comptes courants; le montant reçu par chaque banque était considéré comme une avance de la Trésorerie portant intérêt au jour le jour, au taux courant de la Banque d'Angleterre.

Dès lors, les errements suivis ont été les suivants : le Gouvernement, lorsqu'il a eu besoin d'argent, a emprunté soit au public, soit aux banques de dépôts, soit à la Banque d'Angleterre; s'il avait emprunté au public ou aux banques dans la seule limite de leurs disponibilités, l'opération n'aurait pas fait varier sensiblement le total des dépôts en banques et se serait traduite par un simple transfert de ces disponibilités dans les mains du Trésor; mais en général, pendant la guerre et immédiatement après elle, le Gouvernement a dû emprunter au-delà de ces limites : dès lors, le public n'a pu souscrire que grâce aux avances des banques, les banques n'ont pu souscrire ou prêter au public que grâce aux avances de la Banque d'Angleterre.

Or le mécanisme d'un emprunt à la Banque d'Angleterre est le suivant :

1^{er} *acte* : l'emprunteur se fait ouvrir un crédit; il n'effectue aucun versement; la banque se contente de porter la somme créditée à l'actif du compte des banques de dépôt; elle inscrit simultanément cette somme au passif du compte des Currency Notes; ses écritures sont dès lors équilibrées.

2^e *acte* : l'emprunteur de la banque de dépôts paie ses créanciers en chèques sur la Banque d'Angleterre, dans la limite du crédit précédemment consenti.

3^e *acte* : les bénéficiaires de ces chèques les versent à leurs

banques de dépôts qui les créditent du montant correspondant et en débitent leurs chapitres « Caisse » ; le passif des chapitres « Caisse » de ces banques est balancé, dans la mesure du crédit initialement ouvert par la Banque d'Angleterre, par l'actif du compte des banques de dépôts à cette Banque.

4^e acte : Si les banques de dépôts reçoivent des demandes de fonds de la part des bénéficiaires des chèques qui ont été crédités chez elles (3^e acte), elles se retournent vers la Banque d'Angleterre dont elles sont créditrices pour un montant correspondant et celle-ci se retourne à son tour, dans les mêmes conditions, vis-à-vis de la Trésorerie qui lui délivre alors des Currency-Notes.

Entre autres conséquences de ce mode d'opérations, citons et retenons les suivantes :

— Dans la limite du montant des avances que la Banque d'Angleterre est autorisée à consentir aux banques de dépôts par l'Act du 6 août 1914, la Banque est assurée de pouvoir se libérer à tout moment sans toucher à sa réserve bancaire ; il en résulte que son taux d'escompte n'est plus, comme avant la guerre, le gros régulateur du taux d'intérêt sur le marché britannique.

— Entre le moment où les banques de dépôts créditent leurs clients du montant des chèques représentant un crédit ouvert par la Banque d'Angleterre (3^e Acte) et le moment où ces clients procèdent aux retraits de leurs fonds (4^e acte), les chapitres « Caisse » de ces banques se trouvent débités du montant correspondant ; l'effet est le même que celui d'une augmentation qui serait survenue dans l'encaisse de ces banques ; — puisque la liquidation de ce passif peut avoir lieu à tout instant en Currency-Notes qui ont pouvoir libératoire illimité ; or l'on sait que les banques ont l'habitude d'accorder des avances aux particuliers dans les limites d'un total sensiblement proportionné à leur encaisse, le facteur de proportionnalité étant toujours supérieur à l'unité, même dans les maisons les plus sérieuses ; les avances de la Banque d'Angle-

terre sont donc la cause d'une inflation des avances bancaires pour un chiffre nettement supérieur à leur montant.

— Les émissions de Currency-Notes n'ont pas lieu en même temps que l'octroi des avances par la Banque d'Angleterre; elles sont toujours postérieures, puisque le cycle étudié plus haut doit être décrit dans l'intervalle. A un premier point de vue, lorsque nous constaterons une accélération des émissions, nous en rechercherons la cause à une période précédente (celle pendant laquelle aura eu lieu l'accélération des avances). En second lieu, nous avons vu que les emprunts émis au delà des disponibilités monétaires du milieu devaient aboutir à des avances de la Banque d'Angleterre et nous observerons en effet que les emprunts sont presque toujours *suivis*, à quelques mois de distance, par une accélération des émissions. De même la circulation des Currency Notes s'enfle normalement en fin d'année pour les besoins des échéances en Bourse et fléchit ensuite par réaction, les rentrées dans les caisses publiques dépassant les sorties, une fois les échéances passées; nous verrons que le Gouvernement profite souvent de ces réactions en début d'année pour les amplifier et obtenir un résultat durable sur le niveau de l'inflation.

Notons que le décalage ci-dessus décrit profite au Trésor puisque les intérêts courus entre l'avance et le versement des billets sont portés à son actif; il semble donc *a priori* que le taux d'intérêt le plus élevé sur la place lui soit le plus avantageux. Mais, en sens inverse, l'Etat doit favoriser l'abaissement du taux d'intérêt aux époques d'emprunt — et même dans les mois qui suivent (en effet les titres doivent être écoulés dans le public par les banques qui sont en général les gros souscripteurs de la première heure et dont l'Etat doit d'ailleurs se ménager l'appui en vue des emprunts ultérieurs). En dehors des époques d'emprunt, l'Etat doit encore favoriser la stabilisation du taux d'intérêt à un niveau raisonnable afin de limiter la charge résultant des placements sous la forme des Bons du Trésor.

— Dès lors, en ce qui concerne le taux d'intérêt, l'Etat doit faire directement pression sur la place par l'intermédiaire des banques qui sont en contact avec le public ; d'une manière générale, il cherchera à en limiter la hausse ; mais, en sens inverse, il devra à certains moments consentir les sacrifices nécessaires pour attirer le public vers les valeurs d'Etat. Enfin des considérations d'ordre divers réagiront sur sa politique économique ; tantôt il cherchera à attirer les capitaux étrangers sur la place : c'est ce qu'il a fait au cours de la guerre en accordant un taux préférentiel aux dépôts étrangers ; c'est encore la même tendance qu'il manifestera au début de la crise économique en 1920. Inversement, il supprimera en 1919 le taux préférentiel sur plusieurs catégories de dépôts étrangers, pour éviter de défavoriser arbitrairement les capitaux anglais ; en 1921, ayant une conception différente de la crise mondiale, il provoquera la baisse de l'intérêt pour encourager la mobilisation des capitaux privés vers l'industrie.

COMMERCE EXTÉRIEUR.

Les chiffres de la balance commerciale sont en constante progression de 1914 à 1920 inclus ; le mouvement total passe de 30.480 millions en 1914 à 46.626 millions en 1918, 65.309 millions en 1919 et 88.137 millions (de francs au pair) en 1920.

Le déficit, qui était de 4.298 millions en 1914, avait augmenté rapidement dans les premières années de la guerre et atteint 19.922 millions en 1918 ; il retombe à 16.715 millions en 1919 et à 9.553 millions en 1920 (inférieur à deux fois et demi celui de 1914, alors que les prix intérieurs ont plus que triplé).

Malgré la crise des affaires qui a sévi dans la seconde partie de l'année 1920, celle-ci a donc été très favorable dans son ensemble pour le commerce anglais ; l'augmentation des importations a porté surtout sur les matières premières nécessaires à

l'industrie textile et en second lieu seulement sur les produits alimentaires ; l'augmentation des exportations a porté surtout sur les articles entièrement ou partiellement manufacturés.

Quant à la balance des comptes, elle était très favorable à la Grande-Bretagne avant la guerre : le revenu net des placements à l'étranger, à lui seul, était évalué à 5 milliards de francs environ. Il est difficile de suivre l'évolution des exportations invisibles au cours de la guerre ; mais, comme résultat en 1920, nous pouvons admettre que les placements à l'étranger ont été réduits du quart, en raison des ventes de valeurs pendant la guerre et immédiatement après l'armistice ; en outre, les exportations invisibles de l'année peuvent encore être diminuées de 750 millions, par rapport à celles de 1914, en raison des charges nouvelles assumées par le service des emprunts extérieurs et des placements étrangers en fonds britanniques.

Telles quelles, les exportations invisibles pour 1920 ressortent, d'après les indications du Board of Trade, approximativement au chiffre de 15 milliards (de francs au pair), provenant : pour 3 milliards, du revenu net des placements à l'étranger ; pour 11 milliards, du fret britannique ; pour 1 milliard des autres services. La balance des comptes pour 1920 a donc été de nouveau favorable et son excédent doit dépasser 5 milliards (de francs au pair).

— En 1921, nous observons une chute générale des chiffres de la balance commerciale, résultant de la crise des affaires. Les importations atteignent à peine 26 milliards, contre près de 49 milliards en 1920 ; les exportations, 18 milliards contre près de 34 ; les réexportations, 2.700 millions contre plus de 5.600 ; le mouvement total ressort aux environs de 46 milliards, à peine supérieur à la moitié du chiffre de 1920 ; le déficit, quoique ramené à moins de 6 milliards (contre plus de 9 milliards $1/2$) est proportionnellement plus fort que celui de 1920, la diminution des exportations ayant été plus considérable que celle des importations.

— Mais, pour juger l'effet de l'excédent ou du déficit com-

mercial en ces années d'après-guerre, il faut faire intervenir la notion de liquidité des créances; en effet la plupart des clients importants de la Grande-Bretagne sont des pays à change très déprécié, dont les besoins doivent normalement dépasser les facultés de production; mais, pour conquérir ces marchés, il faut consentir de larges crédits, la plupart des pays à monnaie dépréciée ne se résolvant guère — même lorsqu'ils le pourraient — à payer comptant et à subir une perte au change dont ils espèrent la disparition progressive dans l'avenir; ces crédits sont accordés dans une mesure particulièrement large en fin 1920 et en 1921, lorsque la Grande-Bretagne et les Etats-Unis ont compris que la crise économique était essentiellement due au resserrement des débouchés; les créances commerciales ne sont donc pas immédiatement exigibles pour une large part et, même dans l'avenir, elles sont susceptibles d'être annulées par la faillite du pays débiteur. Cette circonstance fausse la signification de la balance commerciale; l'excédent n'est pas réalisé dans l'année où il apparaît et sa réalisation dans l'avenir est même incertaine; en tout état de cause pouvons-nous dire qu'au point de vue immédiat il n'intervient pas pour améliorer le change ou réduire l'effet de la dépréciation monétaire.

SITUATION INDUSTRIELLE.

L'essor de l'industrie a été tout à fait remarquable pendant l'année 1919 et la première partie de l'année 1920. Cet essor s'est traduit par l'augmentation rapide des chiffres de la balance commerciale, et spécialement des exportations d'articles manufacturés.

Il s'est traduit également par l'augmentation des profits réalisés par les entreprises industrielles; ainsi, les comptes de la plupart des Sociétés étant arrêtés au mois de juin ou de septembre et ayant été en conséquence peu influencés par la

crise des affaires en 1920, nous constatons cette année, pour 1441 entreprises, un bénéfice de 3.389 millions (de francs au pair), représentant environ 15 % du capital total (22.235 millions) et une augmentation de plus de 32 % (833 millions) sur le bénéfice correspondant de 1919.

De même les émissions de capitaux par les entreprises industrielles de toutes sortes se sont élevées à 7.800 millions (de francs au pair) en 1920, contre 5.560 millions en 1919 (et 2.870 millions en 1912, l'année la plus active d'avant guerre sur ce point); le développement de ces émissions, commencé en 1919, s'est épanoui au début de 1920, puis s'est ralenti brusquement et presque complètement arrêté à la fin de l'année.

De même les opérations des Clearing Houses se sont développées en 1919 et encore en 1920, atteignant un total de 984 milliards de francs, en augmentation de 37 % sur l'année précédente. Mais nous suivons très nettement sur les chiffres trimestriels l'épanouissement de l'essor, suivi d'un ralentissement progressif dans le courant de l'année 1920 : l'augmentation a été en effet respectivement pour les quatre trimestres successifs de : 73 %, 58 %, 24 % et 8,5 %. En 1921 le premier semestre ne va pas marquer d'amélioration sensible, mais le second verra un nouveau relèvement progressif ; le montant total des opérations pour l'année sera de 880 milliards, en diminution d'une centaine de milliards sur l'année précédente.

Quant à la crise du chômage, elle est témoignée par les chiffres donnés par la *Labour Gazette* et représentant mois par mois le pourcentage des travailleurs inemployés : ce pourcentage avait oscillé entre 2,5 et 3 en 1919 (il était aux environs de 2 en 1913); il tombe à moins de 1 en avril 1920, puis se relève, atteint 2, 2 en septembre, et soudain 5,3 en octobre; nous le retrouvons à 6,9 en janvier 1921, et la progression s'accélère au cours de cette année, atteignant 16,7 % en juillet et se maintenant entre ce maximum et un minimum de 14,8 % jusqu'à la fin de l'année.

CHAPITRE II

Mars 1919 à début de février 1920

A) LE CALENDRIER DU CHANGE.

A partir de mars, le dollar se désolidarise nettement de la livre et du franc. Le total des avances américaines dépasse 8 milliards 1/2; or le Congrès a limité à 10 milliards le maximum des crédits à consentir jusqu'à la signature de la paix; pratiquement, en juin 1921, le total des dettes des Gouvernements étrangers, envers le Gouvernement des Etats-Unis se montera à 9 milliards 1/2 environ (dont plus de 4 milliards pour la Grande-Bretagne et près de 3 milliards pour la France), auxquels il faut ajouter 500 millions pour les ventes de matériel de guerre. Dès le début de 1919 les avances vont donc se ralentir : elles ne seront plus suffisantes pour maintenir la parité des changes; elles atteindront 8 milliards 857.157.836 fin mars, 9.138.822.000 fin avril; ces derniers crédits doivent d'ailleurs être utilisé spécialement pour des achats de marchandises et ne peuvent plus servir directement à soutenir le change

Nous verrons (Interprétation) quelle responsabilité la Grande Bretagne a assumée dans l'arrêt de l'aide américaine.

D'ailleurs la baisse des changes alliés avait commencé dès fin février en Espagne, où les achats se multipliaient (voir notre étude sur la France).

Brusquement la livre baisse de deux points environ par rapport au dollar dans la semaine du 18 au 25 mars (la chute du franc a commencé la semaine précédente). C'est le début d'un mouvement général qui atteindra son point le plus bas au début de février 1920.

Ce mouvement n'est pas continu. Nous pouvons distinguer 3 sortes de petits mouvements dont il est le résultat : 1^o de périodes de paliers à oscillations peu prononcées d'une semaine à l'autre et avec tendance générale à la baisse; 2^o des périodes de chute brusque, et presque continue lorsqu'elle s'étend sur plusieurs semaines; 3^o des réactions légères et généralement peu durables, à la fin de chaque chute brusque.

Nous pouvons subdiviser la période en deux parties :

1^o *De mars au début de juillet*, la baisse est faible : partie de 102 le 18 mars 1919, la prime du dollar sur la livre est à 104 dès le 25 mars et 105 le 1^{er} avril; le 1^{er} juillet 1919 elle est encore à 106, après être retombée un moment à 104 (le 29 avril); l'augmentation est de 4 points en 3 mois 1/2, un peu plus d'un point en moyenne par mois.

A cette époque la Grande Bretagne cherche à ralentir ses mouvements de trésorerie et essaye de rétablir la liberté des changes; en même temps, elle rétablit la liberté d'exportation des capitaux et, dès le début d'avril, la liberté de disposition des capitaux destinés aux emplois intérieurs; mais d'autre part la maison Morgan place des bons du Trésor britannique aux Etats-Unis et ces placements deviennent réguliers dès le milieu de mai.

Vers fin mai-commencement juin, le Canada reprend ses envois d'or aux Etats-Unis; ces envois correspondent au rapatriement du dépôt d'Ottawa constitué en nantissement presque au début de la guerre par les Etats-Unis, au moment où la place de New-York était très durement affectée par le repliement du marché de Londres, le grand courtier des transactions internationales; ce rapatriement ne constitue, dans son ensemble, un dessaisissement de la part de la Grande-

Bretagne; il doit être surtout la contre-partie des livraisons d'or faites par l'Allemagne à Londres pour le compte de l'Amérique (règlement des exportations américaines) : en effet il coïncide avec la diminution importante de l'encaisseur de la Reichbank, commentée au sujet de « l'Allemagne ». Ces envois sont interrompus dans le courant de juin.

Vers fin juin, la signature du Traité de Paix (23 juin) et le lancement de l'emprunt britannique des Funding-Loans et Victory Bonds semblent dériver l'activité du marché et ralentir les transactions sur le change. Par contre l'incident de Scapa-Flow produit plutôt mauvaise impression.

2^o *Du début de juillet au début de février*, la baisse est beaucoup plus rapide : de 106 le 1^{er} juillet, la prime saute à 145,5 le 3 février 1920, soit une augmentation de 40 points en 7 mois.

Une première chute rapide au début de juillet coïncide avec les envois d'or effectués vers les différentes régions du monde par les Etats-Unis; ces envois sont la conséquence d'un afflux immédiat de demandes, à la suite de la liberté rendue à l'exportation de l'or américain; ils portent sur une centaine de millions environ (la moitié à destination des républiques de l'Amérique du Sud; un autre quart à destination de l'Espagne; une part vers le Japon).

Une réaction en fin juillet coïncide avec les mesures prises par la Banque d'Angleterre relativement aux dépôts en banques : à partir du 24 juillet, elle cesse de payer un intérêt de 3 % sur les dépôts des Clearing; elle annonce qu'à partir du 1^{er} août, elle ne paiera plus les intérêts sur les dépôts constitués chez elle, sauf pour les soldes étrangers (4 1/2 %, mesure prise en 1917 pour attirer les capitaux des Etats-Unis sur le marché de Londres).

Signalons ensuite l'accord de la Banque d'Angleterre avec les producteurs de l'Afrique du Sud, quoiqu'il ne change pas grand'chose aux influences cambistes; cet accord donne aux producteurs la libre disposition de l'or, même à l'expor-

tation, ce qui leur permettra d'en obtenir un prix plus rémunérateur; mais l'interdiction d'exporter l'or subsiste dans tous les autres cas.

Signalons aussi que, le 18 août, les restrictions pour les ventes de titres sur le marché de Londres, édictées en novembre 1914, sont annulées; cette mesure facilitera l'arbitrage des valeurs et les règlements indirects par envois de titres.

Une stabilisation momentanée de la livre en fin septembre-octobre coïncide avec un relèvement à peu près général du taux de l'intérêt sur le marché britannique; cependant le taux de l'escompte de Banque d'Angleterre est maintenu à 5 %; mais la rémunération des emprunts à court terme est augmentée le 6 octobre (hausse de 1 % sur les bons du Trésor à 3 et à 6 mois). Au point de vue fiscal, ce relèvement procurera vraisemblablement à l'Echiquier des suppléments de ressources, destinés à remplacer les avances par voies et moyens (400 millions de livres à la fin du premier semestre): celles-ci étaient fournies dans une large mesure par les capitaux étrangers retenus en dépôt à la Banque d'Angleterre par l'intérêt préférentiel de 4 1/2 %, supprimé à la date du 20 octobre.

Par réaction, le franc baisse à Paris, d'où les capitaux anglais émigrent vers la place de Londres; de même les capitaux quittant la Banque d'Angleterre à la suite de la suppression de l'intérêt se liquident lentement sur les Bons de l'Echiquier.

Mais, dès le début d'octobre, les demandes de dollars sur le marché de Londres sont supérieures à l'ordinaire; cette augmentation est causée en partie, mais en partie seulement, par le règlement des importations de cotons (augmentation de 39 millions de dollars sur 1918, au contraire des importations françaises et italiennes qui sont en diminution sur cet article); simultanément, les banquiers de New-York font des achats importants d'or sur le marché britannique (4 millions de dollars environ).

Le secrétaire du Trésor des Etats-Unis se déclara prêt à envisager des arrangements relatifs à la capitalisation des intérêts annuels des obligations contractées par les Alliés, mais cette déclaration produit plutôt une impression défavorable, car la nouvelle d'un accord ferme avait été lancée antérieurement sur la place. (Voir « France ».)

Fin octobre, la maison Morgan consent à l'Angleterre un emprunt de 250 millions de dollars; 136 millions de dollars servent à rembourser les obligations britanniques arrivant à échéance le 1^{er} novembre. Simultanément on constate d'importants retraits de fonds étrangers à la Banque d'Angleterre : retraits de soldes étrangers, entraînés par la suppression de l'intérêt préférentiel et dont une partie seulement se reporte sur les bons de l'Echiquier; importants achats de dollars par des banques scandinaves, qui utilisent pour la couverture de ces achats les soldes de leurs dépôts dans les Banques de la Cité; enfin plusieurs banques de New-York ont rapatrié des livres précisément en vue de souscrire à l'émission de l'emprunt Morgan.

Cet ensemble de fait se traduit d'ailleurs par une hausse brusque du dollar, que les devises neutres ne suivent qu'avec un certain retard.

A partir du début de novembre, les nouvelles des Etats-Unis sont franchement mauvaises :

Le découvert anglais y est énorme et l'emprunt Morgan ne l'a allégé que pour un moment.

Les dispositions de la place sont peu favorables à une collaboration avec l'Europe : en décembre, le secrétaire du Trésor se prononce au Congrès contre la conclusion d'un accord interallié pour la stabilisation des changes, tout en envisageant la transformation des dettes alliées en obligation à long terme et en n'exigeant pas le versement immédiats des intérêts correspondant aux deux premières années; en fin janvier, le secrétaire du Trésor, se déclare hostile à la réunion d'une Conférence financière internationale. (Voir « France »).

L'attitude du Sénat fait prévoir le rejet du traité de Versailles.

Il y a bien une nouvelle élévation du taux de l'intérêt sur la place de Londres (le taux des bons à 3 et 6 mois est porté respectivement à 6 et 5 1/2 %, au lieu de 5 et 4 1/2); mais les capitaux disponibles sont rares, et leur rémunération est encore plus élevée sur nombre de places étrangères, en particulier à New-York et en Espagne. De plus le relèvement du taux de l'intérêt est presque aussitôt compensé par une certaine dépréciation des valeurs au Stock-Exchange.

Enfin un élément non négligeable est l'emploi de capitaux anglais à l'étranger, dans les pays à changes avariés (spéculation sur les devises).

Notons enfin que l'accélération considérable de la baisse au début de l'année 1920 coïncide avec une baisse importante du franc et du mark; il s'agit en somme d'une hausse du dollar.

B¹) PRIX DE GROS.

De mars à mai, l'index des prix accentue le fléchissement précédemment esquissé; après une légère réaction en février et surtout en mars (index 254 contre 248 en janvier et 249 en février), avril marque une reprise de la baisse (index 252) qui est très rapide en mai (index 236).

A partir de ce moment, un mouvement général en sens contraire va commencer; les prix de gros ont commencé leur hausse aux Etats-Unis depuis février; c'est ce mouvement qui se propage en Angleterre (et simultanément en France).

L'index, parti du minimum de 236 en mai 1919, atteint par poussées irrégulières 316 en février 1920 (il va encore monter légèrement en mars, comme nous le verrons dans la période suivante).

L'index-or anglais qui était légèrement supérieur à l'index américain entre novembre 1918 et mai 1919 s'en est rapproché et se maintient dans son voisinage; il retombe en mai des

environs de 250 au voisinage de 225 (première baisse du change; la hausse des prix américains a déjà commencé et la baisse des prix anglais continue encore); il remonte ensuite, à peu près parallèlement à l'index américain, jusqu'à la cote 242 en novembre.

Puis, tandis que l'index américain continue sa hausse, l'index-or anglais retombe brusquement de 242 à 218 entre novembre 1919 et février 1920, par suite de la baisse très rapide du change à cette époque. Il est en février 1920 très au-dessous de l'index américain, qui a atteint 249.

B^e) INDICE DES IMPORTATIONS.

L'indice des importations monte lentement à partir de février (cote 201), par suite de la hausse des prix intérieurs américains; il reste nettement inférieur, jusqu'en juin inclus, à l'index intérieur anglais (l'index américain est resté très inférieur à l'index anglais; or le change est très voisin du pair jusqu'en juillet).

Après un arrêt momentané entre mai et juin à la cote 217, la hausse de l'indice des importations reprend très brusquement (hausse des prix intérieurs américains, coïncidant avec la baisse du change anglais) tandis que l'index, après une période de baisse, n'a repris son ascension que très lentement à partir de mai. Aussi les deux courbes se rapprochent-elles et restent-elles dans le voisinage l'une de l'autre jusqu'en novembre inclus; mais l'indice des importations est encore inférieur d'une manière générale à l'index anglais.

Puis, de décembre 1919 à février 1920, il y a une montée très brusque de l'indice des importations, qui passe de 302 à 360 et devient très nettement supérieur à l'index intérieur anglais (316 en février), par suite de la baisse importante du change.

C) INFLATION.

Elle se maintient à un niveau très élevé; mais nous avons expliqué comment cela se justifiait (circulation très faible avant guerre, changement dans les modes de paiement).

Les mouvements du chiffre représentatif, de l'encaisse, de la Circulation et des Currency Notes peuvent être analysés en quatre périodes :

Janvier-avril 1919.

Chiffre représentatif de 465 à 500 (augmentation de 35 points).

Encaisse de 80 millions 1/2 à 85 millions 1/2 (augmentation de 5 millions);

Circulation de 69 millions 1/2 à 76 millions (augmentation de 6 millions 1/2);

Currency Notes de 307 millions 1/2 à 348 millions 1/2 (augmentation de 41 millions).

Mai-août 1919.

Chiffre représentatif de 500 à 470 (diminution de 30 points).

Encaisse de 85 millions 1/2 à 88 millions (augmentation de 2 millions 1/2, réalisée tout entière entre fin mai et commencement juillet).

Circulation de 76 millions à 79 millions 1/2 (augmentation de 3 millions 1/2, réalisée tout entière entre fin mai et commencement juillet).

Circulation de 76 millions à 79 millions 1/2 (augmentation de 3 millions 1/2).

Currency Notes de 348 millions 1/2 à 331 millions (diminution de 17 millions 1/2).

Septembre-décembre 1919.

Chiffre représentatif de 470 à 490 (augmentation de 20 points).

Encaisse de 88 millions à 91 millions $1/2$ (augmentation de 3 millions $1/2$, réalisée tout entière entre le 26 novembre et le 3 décembre).

Circulation de 79 millions $1/2$ à 90 millions (augmentation de 10 millions $1/2$).

Currency Notes de 331 millions à 356 millions (augmentation de 25 millions).

Janvier et février 1920.

Chiffre représentatif de 490 à 380 (diminution de 110 points).

Encaisse de 91 millions $1/2$ à 108 millions $1/2$ (augmentation de 17 millions).

Circulation de 90 millions à 93 millions $1/2$ (augmentation de 3 millions $1/2$).

Currency Notes de 356 millions à 325 millions (diminution de 29 millions).

Nous voyons donc :

a) que l'encaisse croît d'une manière presque constante, avec une vitesse accélérée au début de l'année 1920 (moyenne mensuelle d'environ 1 million pendant l'année 1919, puis 17 millions en 2 mois au début de 1920); à signaler toutefois, au cours de l'année 1919, un arrêt momentané de cet accroissement une première fois pendant le mois de mai et la première moitié de juin, une seconde fois de juillet à novembre inclus;

b) que la circulation bancaire croît constamment, tout en restant constamment inférieure à l'encaisse, dont elle ne s'approche de très près qu'en décembre (écart de 11 millions en janvier 1919, de 1 million $1/2$ en décembre, de 15 millions en février 1920)

c) que les mouvements des Currency Notes ont même sens que ceux du chiffre représentatif de l'inflation; ils les commandent en effet par l'importance et par la mobilité des émissions contrastant avec la rigidité de la circulation bancaire (en accord étroit avec l'encaisse-or par le jeu de l'Act de Peel).

Rappelons qu'en fin juin-juillet a été émis l'emprunt britannique des Fundings loans et Victory Bonds, qui a produit 824 millions de livres sterling; les émissions qui l'ont suivi ont conduit, en fin décembre 1919, à une circulation en Currency-Notes de 356 millions de livres sterling, supérieur au maximum de 348 millions $\frac{1}{2}$ environ atteint précédemment en fin avril; le chiffre représentatif de l'inflation a cependant baissé de 10 points entre les deux époques, grâce à l'augmentation de l'encaisse-or.

INTERPRÉTATION

Le change, les prix de gros et l'inflation suivent des courbes très décalées les unes par rapport aux autres; elles ont chacune leur physionomie propre et leurs mouvements sont influencés par des causes différentes, spéciales à chacune d'elles. On ne constate que des réactions amorties des unes sur les autres, intervenant pour accélérer ou pour retarder certains mouvements plutôt que pour en faire maître.

En ce qui concerne le *change*, l'année 1919 est une période de réajustement, contrarié par les efforts officieux.

L'intervention du Gouvernement revêt les formes les plus diverses :

a) placements réguliers, à partir de mai, de bons du Trésor britannique sur le marché des Etats-Unis par l'intermédiaire de la Banque Morgan.

b) en mai, envois d'or du Canada aux Etats-Unis, la Grande-Bretagne semblant jouer surtout le rôle de banquier dans les relations de l'Allemagne avec les Etats-Unis; il n'en reste pas moins que l'accroissement de l'encaisse-or à la Banque d'Angleterre subit un arrêt momentané et que la livre se maintient à un niveau constant, légèrement supérieur à celui qu'elle avait atteint au début de mai; le Trésor doit profiter des mouvements de numéraire pour jeter discrètement

quelques millions d'or sur le marché américain (1 million 1/2 à 2 millions de livres sterling environ, si nous tablons sur l'importance de l'arrêt dans l'augmentation de l'encaisse).

c) de juillet à novembre, envois d'or en sous-main vraisemblables si nous en jugeons par le nouvel arrêt dans l'augmentation de l'encaisse.

d) fin juillet, suppression du taux d'intérêt accordé aux capitaux anglais par les Clearings, ces capitaux étant contraints ainsi à se libérer et à s'employer sur le marché libre.

e) en août, lever de certaines mesures qui gênaient le mouvement des titres.

f) en septembre, relèvement du taux d'intérêt sur le marché britannique de manière à attirer les capitaux étrangers.

g) en octobre, suppression du taux d'intérêt préférentiel pour les dépôts étrangers à la Banque d'Angleterre.

h) fin octobre, la maison Morgan consent à l'Angleterre un emprunt de 250 millions de dollars.

Ces mesures ont été à plusieurs reprises accompagnées ou immédiatement suivies d'une reprise de la livre ou d'un palier d'arrêt. La plupart d'entre elles ont un caractère commun, celui de chercher à agir sur la devise par le jeu d'un mécanisme économique et de ne pas hypothéquer l'avenir; elles se distinguent nettement par ce double caractère des mesures généralement adoptées par le Gouvernement allemand pour ralentir la chute du mark. Elles sont intéressantes par leur variété et par l'effort intelligent qu'elles témoignent.

L'effort britannique s'est encore manifesté dans d'autres domaines (réduction des emprunts, effort fiscal, augmentation de l'encaisse-or, limitation des émissions de Currency Notes...). Il a été facilité et secondé dans ses effets par l'amélioration générale de la situation au cours de 1919 et la reprise progressive des affaires; inversement, il a certainement contribué à cette amélioration.

Ainsi, en dehors de leurs réactions immédiates sur le change, l'ensemble des mesures prises a eu un effet certain sur la

tenue générale de la devise, dont la dépréciation a été très réduite (prime maximum 129, en décembre 1919, contre 102 au début de mars) si on la compare à celles du franc et du mark au cours de la même année (toutefois il ne faut pas oublier que la situation économique à l'issue de la guerre était très différente dans les trois pays).

En ce qui concerne les exportations d'or, il est probable qu'elles servent en grande partie, au cours du 2^e semestre 1919 (comme au cours du 2^e semestre 1920), à régler les importations de matières alimentaires en utilisant au minimum la livre ; elles ne réagissent qu'indirectement sur la tenue de la devise (nous avons constaté le même phénomène pour l'Allemagne).

— Le mouvement de baisse du change n'est pas régulier ; il est accéléré ou retardé suivant les moments, souvent en même temps que le franc et même que le mark, quoique dans une proportion beaucoup plus faible. Dans la première partie de l'année 1919, ces mouvements simultanés correspondent à une oscillation du dollar ; plus tard, alors que le dollar est revenu sensiblement au pair et que, nous le verrons plus loin, les Etats-Unis commandent la place, ils correspondent à des tendances de la spéculation américaine vis-à-vis de l'Europe.

De plus ces irrégularités ne sont pas toujours les mêmes, lorsqu'on les compare aux mouvements du dollar ou à ceux des devises neutres ; cette divergence a été constatée même après que la liberté a été rendue aux mouvements de l'or américain, entre autres, en fin octobre 1919, au moment du placement de l'Emprunt Morgan aux Etats-Unis ; puis les arbitrages sont intervenus et les devises neutres ont attrapé la hausse du dollar. L'inter-communication des places est donc loin d'être aussi facile et aussi large qu'avant la guerre.

— Le mois de janvier 1920 marque une baisse particulièrement rapide du change ; la prime de l'or, qui n'était que de 129 en fin décembre, atteint 145, 5 le 3 février ; cette baisse coïncide avec une baisse très importante du franc et du mark ; influencée peut-être par l'augmentation constante des prix intérieurs

(beaucoup plus rapide que l'augmentation des prix américains) et par les émissions, cependant réduites, de *Currency Notes* dans la seconde moitié de 1919, elle tient principalement à des règlements d'importations (matières alimentaires principalement) : directement par le jeu des versements effectués, indirectement par celui de l'opinion américaine qui se désintéresse de l'Europe et a tendance à considérer toutes les devises européennes comme irrémédiablement atteintes, la livre subissant ainsi le contre-coup du franc et du mark qui ont cependant des raisons beaucoup plus sérieuses de dépréciation... Il ne faut pas oublier aussi que, si la position de place mondiale est disputée à l'Angleterre, celle-ci garde sa position de place européenne et que la plupart des règlements européens en Amérique doivent provoquer des émissions de traites sur Londres, dont le volume est une cause de dépréciation.

— Considérant maintenant l'*inflation* au cours de l'année 1919, nous constatons immédiatement l'effort du Gouvernement britannique :

a) dans l'augmentation de l'encaisse métallique, sauf au moment de l'essai tenté en mai-juin, et de l'action plus longue de juillet-novembre ;

b) dans la limitation des émissions de *Currency Notes* ; les 474 millions de livres obtenus par l'emprunt des *Victory Bonds* et *Funding loans* n'ont amené qu'une augmentation de 17 millions $1/2$ dans la Circulation des *Currency Notes* entre fin juillet et fin décembre, augmentation réduite à 8 millions si l'on compare le chiffre de fin décembre à celui de fin avril. Encore, par suite de l'augmentation de l'encaisse, cette légère augmentation des émissions s'est-elle traduite par une légère diminution du chiffre représentatif de l'inflation entre avril et décembre.

— Considérant enfin les *prix de gros*, nous constatons que leur hausse est accompagnée par la hausse des prix intérieurs dans tous les pays ; *c'est la vague de consommation* suivant les restrictions de la guerre, à la fois par le jeu des besoins délaissés

pendant la guerre et par une réaction psychologique d'autant plus forte que l'épreuve a été plus dure.

Pour l'ensemble de la période mai 1919-février 1920, la hausse des prix intérieurs est importante; l'index a passé de 236 (minimum atteint) à 316, soit une augmentation de 80 points en 9 mois. L'index américain a passé, entre février 1919 et février 1920, de 201 à 249, soit une hausse de 49 points seulement en 12 mois (Par contre l'index français a crû dans des proportions bien plus importantes).

— Au sujet des influences réciproques des différents éléments, nous avons dit qu'elles étaient faibles et difficiles à démêler.

Les variations du change sont trop peu importantes et le chiffre de la prime se maintient à un niveau tellement plus bas que ceux des prix intérieurs et de l'inflation qu'il n'y a pas lieu de rechercher d'effet important de ce côté au cours de 1919; mais les mouvements du change peuvent avoir contribué en fin d'année et au début de 1920 à la hausse importante des prix intérieurs; nous avons vu en effet qu'à partir de décembre 1919, et par la faute du change, l'indice des importations croît très brusquement et dépasse très vivement l'index-anglais, alors qu'il lui était resté jusque-là presque constamment inférieur, et cela au moment même où le déficit commercial est particulièrement important (importations alimentaires). Par contre, nous ne relevons aucune influence du change sur l'inflation au cours de 1919; au début de 1920 les mouvements de la prime et de l'inflation sont même nettement inverses l'un de l'autre.

La hausse des prix intérieurs est très importante et provoquée initialement par une cause économique, la vague de consommation que va suivre bientôt le développement artificiel de la production; elle n'a pas eu d'influence sensible sur l'inflation, au cours de la période que nous étudions; par contre, elle a pu, en consolidant la dépréciation du pouvoir d'achat intérieur de la livre, contribuer à la chute du change en fin

d'année 1919; inversement nous avons vu que la chute du change, et la hausse de l'indice des importations qui en a été la conséquence, a pu influencer ultérieurement sur la prolongation ou l'intensification de la hausse des prix intérieurs anglais; il y a là une influence réciproque, par ricochet.

Les mouvements de l'inflation au cours de l'année 1919 sont relativement peu importants et en sens contraires (amplitude maximum des variations sur le chiffre représentatif : $35/500 = 7\%$); l'augmentation de la Circulation des Currency Notes entre août et décembre, conséquence de l'emprunt, a pu aider à la hausse des prix intérieurs en fin d'année, bien qu'elle ait été précédée d'une réduction antérieure et que le maximum de décembre soit à peine plus élevé que le précédent maximum d'avril; mais ce ne peut être qu'une cause tout à fait secondaire de cette hausse, qui s'explique fort bien par d'autres considérations et dont l'amplitude dépasse 30 %. Cependant l'arrêt dans l'accroissement de l'encaisse, au cours du second semestre 1919, sauf en fin novembre-début décembre, semble déceler des exportations d'or qui, si elles ont attiré l'arbitrage de la livre sur le marché des Etats-Unis, ont pu dans une certaine mesure ralentir la baisse du change anglais. Nous retrouverons un phénomène analogue en 1920, et il n'est pas sans relation avec le paiement des importations alimentaires annuelles au cours du 2^e semestre.

— Avant de terminer, il nous rester à parler d'une considération toute spéciale, très importante pour la Grande-Bretagne, et sans laquelle on ne pourrait pas comprendre pleinement l'histoire et la politique de la livre : la position de place.

La Grande-Bretagne était, avant la guerre, le grand banquier du monde et les règlements extérieurs se faisaient très couramment entre tous les pays par des traites sur Londres.

Au début de la guerre, le monde entier — et les Etats-Unis en particulier — avaient durement pâti du trouble sur la place de Londres (constitution du dépôt d'or à Ottawa, en nantissement contre des traites en livres).

La place de Londres a perdu de son importance mondiale pendant la guerre, par suite de la réduction du commerce international et surtout de ses nouvelles orientations ; mais elle a joué un rôle très important dans les rapports des Trésoreries alliées avec le Gouvernement américain et les autres prêteurs (voir « France »).

A l'issue de la guerre, en présence du développement très brusque qu'a pris le commerce international au cours de l'année 1919, le marché britannique a pensé reprendre tout naturellement son rôle antérieur ; mais ce rôle lui a été très vivement disputé par le jeune marché américain, profitant de la prime du dollar sur la livre et de l'importance économique acquise par les Etats-Unis en présence de la désorganisation et de l'appauvrissement de l'Europe.

Dès l'armistice, la Grande-Bretagne avait d'ailleurs manœuvré en vue de recouvrer dans le monde sa position d'avant-guerre ; c'est certainement à cette préoccupation qu'a été dû en grande partie l'arrêt de ses ouvertures de crédit aux Alliés dès la fin de 1918. Lorsque le Gouvernement américain est entré à son tour dans cette voie, vers la fin du premier trimestre 1919, il en a donné comme raison que la continuation de ses avances risquait de porter préjudice au change-dollar au profit du change-sterling. Voici comment M. Decamps, dans son ouvrage sur les changes étrangers édité en 1922, apprécie les attitudes prises :

« Le prétexte (du Gouvernement américain) n'était pas sans valeur. Par les voies détournées de l'arbitrage dont il est à peu près impossible d'arrêter le fonctionnement une part notable des dollars mis à la disposition du marché du change servait, en réalité, à éteindre les dettes de la France dans d'autres pays, principalement en Angleterre. Nous favorisons ainsi le relèvement du change-sterling et *nous lui facilitons le rétablissement de son ancienne prépondérance sur le marché international.*

« En nous continuant ses avances dans les formes et dans les proportions antérieures, la Trésorerie de Washington a

craint de *ruiner l'ambition, qu'avaient conçue certains milieux financiers, de maintenir, après la guerre, au change-dollar, la suprématie que les circonstances lui avaient permis d'acquérir* ».

Cet exposé de M. Descamps constitue une préface toute trouvée à l'étude de la lutte anglo-américaine sur le terrain monétaire.

Pour nous en tenir à l'année 1919, nous relevons les considérations suivantes :

a) intervention britannique dans les règlements allemands aux Etats-Unis, en mai-juin 1919 (utilisation du dépôt d'O-tawa).

b) influence sur la tenue de la livre, en juillet, des gros mouvements d'or qui suivent la liberté rendue par les Etats-Unis à l'exportation du métal, par suite du nombre considérable des traites en livres-sterling qui sont jetées à la fois sur le marché; la manœuvre a d'ailleurs été très vraisemblablement favorisée par les Etats-Unis.

Si nous passons maintenant aux mois de janvier et février 1920, nous avons observé qu'à ce moment la baisse de la livre est très rapide et accompagnée de baisses rapides sur le franc et sur le mark, et que la hausse des prix de gros se poursuit énergiquement. Or, précisément à cette époque, l'encaisse augmente très brusquement de 17 millions en 2 mois, alors que la Circulation des billets de Banque n'augmente que de 3 millions 1/2 et que celle des Currency Notes diminue de 29 millions; comme conclusion le chiffre représentatif de l'inflation diminue de 110 points, passant de 490 à 380. (Remarque. — Nous constaterons un effort analogue, quoique beaucoup moins important, du Gouvernement à la fin de l'année 1920; nous avons déjà signalé et commenté dans « la situation générale », la coïncidence de ces efforts avec les fins d'année).

Le fait est remarquable et indique non seulement une accentuation de l'effort britannique, mais encore un changement dans la direction de cet effort.

Les manœuvres précédentes du Gouvernement, conduites

particulièrement dans le sens de l'emploi des capitaux anglais sur le marché du dollar, ont eu pour conséquence d'attirer l'arbitrage des livres sur la place de New-York; et le Gouvernement anglais a dû sentir le danger qui en résulterait pour la place de Londres. Abandonnant dès lors l'action directe sur le dollar, il va tendre à rétablir d'abord la fermeté du marché anglais et à réunir des disponibilités monétaires suffisantes pour pouvoir contrôler à nouveau le jeu des règlements extérieurs; il va agir sur la position de place, tâcher de la reconquérir le plus largement possible et, lorsqu'il y sera parvenu, il aura en main des moyens d'action sur la livre elle-même bien plus considérables. Telle est l'indication très nette de la politique suivie en janvier et février 1920.

Nous verrons d'ailleurs que, dans l'avenir, le Gouvernement britannique ne la suivra pas aussi franchement; il ne pourra se dispenser d'intervenir directement sur la devise à de certains moments pour éviter des mouvements et des manœuvres qui affecteraient fatalement l'ensemble de la situation, ne serait-ce que par des conséquences psychologiques; mais la ligne directrice restera celle que nous venons d'indiquer, et la Grande-Bretagne parviendra à ses fins, bien avant que la livre n'ait repris franchement sa marche vers le pair de l'or,

Nous verrons aussi, dans l'étude de la période suivante, quelle influence immédiate ont pu avoir sur le change et sur les prix intérieurs les débuts de cette politique, caractérisés par la diminution brusque de l'inflation.

CONCLUSIONS.

Influence faible des éléments les uns sur les autres, sauf peut-être sur certains points à la fin de l'année 1919 et le commencement de 1920.

1^o pour le *change*, l'année 1919 est une période de *réajustement*; la baisse de la livre est contrariée par l'amélioration

dans la situation économique de la Grande-Bretagne au cours de l'année et par les efforts officieux du Gouvernement.

2^o *l'intervention officieuse de Londres* sur la livre se manifeste d'abord par des *mesures successives* prises sous des *formes très diverses*; à part une sortie d'or en mai-juin et peut-être entre juillet et novembre, elles ont le caractère commun de tendre à agir par le jeu d'un mécanisme économique et de ne pas hypothéquer l'avenir; l'action a lieu principalement sur le marché de New-York, soit en attirant les capitaux américains, soit en encourageant les capitaux anglais à se porter sur ce marché. Chacune de ces mesures a pour effet immédiat de provoquer une reprise momentanée de la livre, ou tout au moins un court palier d'arrêt dans la hausse.

3^o cette politique, dans son ensemble, a dû avoir un effet sur la tenue générale de la devise, mais cet effet est difficile à discriminer et à apprécier. A cette politique doit être rattachée, tant par ses effets que par son intention, la *limitation de l'inflation* au cours de l'année 1919 : augmentation de l'encaisse et limitation des émissions de Currency Notes (réduction pendant certaines périodes, augmentations restreintes en fin d'année après l'emprunt). Enfin l'effort britannique se traduit encore par une politique fiscale courageuse (accroissement et rentrée des impôts, limitation des ressources demandées à l'emprunt) dont l'effet ne se fera sentir qu'ultérieurement et indirectement.

4^o le mois de *janvier 1920*, marque une *baisse générale de la livre, du franc et du mark*; la Grande Bretagne a dû recourir dans une large mesure aux importations américaines, surtout en ce qui concerne les produits alimentaires, et des règlements importants s'effectuent au terme de janvier; mais la livre est aussi influencée par le règlement des importations européennes dans leur ensemble, — engorgement de traites sur Londres (position de place) — et aussi par la psychologie américaine qui associe les devises anglaises, françaises et allemandes, bien que celles-ci aient des causes bien plus sérieuses de dépréciation:

5^o les *prix de gros* manifestent une hausse très nette à partir d'avril 1919; cette hausse suit celle des prix américains dans le temps et la dépasse en importance; elle accompagne celle des prix français et allemands, mais reste beaucoup plus faible. Sa cause initiale et principale est d'ordre économique: déchaînement de la consommation, qui va provoquer ensuite le développement de la production. À la fin de 1919 et au début de 1920, elle peut avoir été aidée et enflée par les émissions, relativement peu importantes cependant, de Currency Notes dans les derniers mois de 1919, et par la baisse du change (l'indice des importations, bien inférieur à l'index anglais en avril 1919, le dépasse très nettement à partir de décembre).

6^o une lutte s'engage pour la conquête de la *position de place* dont bénéficiait sans conteste avant la guerre le marché de Londres. A la suite des règlements importants consécutifs à l'exportation de numéraire par les Etats-Unis en juillet et des manœuvres britanniques en faveur de la livre sur le marché américain, celui-ci attire l'arbitrage des devises sur la place de New-York et semble en voie de supplanter la Grande-Bretagne dans son rôle de banquier mondial.

7^o profondément impressionné par le caractère que prend, dans la 2^e moitié de 1919, cette lutte de « place », le Gouvernement britannique modifie brusquement *sa politique de change au début de 1920*. Abandonnant son action directe sur la livre, pour ressaisir avant tout le marché, il procède à une réduction très brusque de l'inflation (augmentation de l'encaisse et retrait de Currency Notes) et cela en pleine crise du change et en pleine crue des prix intérieurs.

CHAPITRE III

Février 1920 à Janvier 1921

A) LE CALENDRIER DU CHANGE

Nous observons, au cours de cette période, 4 grands mouvements :

a) hausse rapide du 3 février (prime 145,5) au 6 avril (prime 122);

b) oscillations du 6 avril au 13 juillet (prime 123,5), la prime passant par un minimum de 122 (le 22 juin) et un maximum de 127 (le 27 avril et le 18 mai);

c) baisse du 13 juillet au 24 août (prime 138);

d) oscillations du 24 août au 4 janvier 1921 (prime 137), la prime passant par un maximum de 144 (le 6 novembre).

Etudions le détail des mouvements, en corrélation avec les événements :

a) 3 février au 6 avril, *hausse rapide*. — Cette hausse balance la baisse de janvier. Elle commence lentement en février (la prime passe de 145,5 le 3 février à 141,5 le 2 mars) et devient rapide en mars : la prime atteint 122 le 6 avril, niveau qu'elle avait constamment dépassé depuis le début de décembre 1919.

Cette période voit également une hausse du mark et, jusqu'au milieu de mars, une hausse du franc.

b) 6 avril au 13 juillet. *Oscillations.* — Le niveau moyen de la prime est de 125 environ.

Au début d'avril, la hausse s'arrête et, tout d'abord, la livre subit un léger recul (prime 127 le 27 avril) : réaction à la suite de la hausse rapide. C'est le moment où le Gouvernement français décide d'occuper des villes de la Ruhr (que la Reichwehr vient d'envahir) et où une brouille semble se dessiner à ce sujet entre la France et l'Angleterre : le franc baisse en même temps que la livre ;

— Lloyd George prononce un discours aux Communes pour mettre les choses au point (et la baisse de la livre a peut-être contribué à ce revirement). Au cours d'avril s'ouvre la Conférence de San Remo.

Signalons encore une nouvelle hausse du taux d'intérêt sur le marché britannique (le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est passé de 6 à 7 % au début d'avril).

— Au courant de mai, nous observons un palier du change, la prime se maintenant entre 126 et 137.

— La reprise de la hausse dans les 2 dernières semaines de mai est vraisemblablement la conséquence de celle que nous constatons pour le franc et qui est beaucoup plus accusée. Nous renvoyons donc à l'exposé fait au sujet de la France à ce moment, spécialement en ce qui concerne les résolutions de la Conférence parlementaire internationale du Commerce et la Conférence de Hythe.

— Après un léger arrêt au début de juin, la hausse reprend pendant 2 semaines (la prime atteint le 22 juin son minimum de 122). Les achats à l'étranger commencent à diminuer sérieusement, le Commerce restant sur l'expectative au début de la baisse mondiale, commencée aux Etats-Unis depuis février.

— Dès ce moment, et contrairement à ce qui se passait jusqu'ici, le marché des valeurs commande le marché des changes : or la baisse des valeurs internationales a commencé, entraînant des achats nombreux de ces titres sur les marchés de

Londres, Paris,... par les étrangers détenteurs de livres, francs,...; de sorte que cette baisse des valeurs, au lieu d'entraîner, comme précédemment, une baisse immédiate du change, contribue au contraire à consolider momentanément celui-ci.

— En fin juin, la Conférence de Boulogne se termine dans une atmosphère favorable.

La livre se maintient jusqu'en mi-juillet, quoique manifestant une légère tendance à la baisse (prime 123,5 au 13 juillet).

c) 13 juillet-24 août. *Baisse.* — Du 13 juillet au 24 août, la baisse reprend, en même temps que celle du franc. Il n'y a pas d'oscillation, mais une irrégularité se traduisant par des ralentissements ou même des paliers.

— D'abord baisse rapide dans le courant de juillet (prime 134 dès le 3 août).

C'est la répercussion de la crise mondiale sur les changes. Nous renvoyons à ce que nous exposons au sujet de la France sur : la Conférence de Spa qui piétine, la suspension des pourparlers polono-bolcheviques et les retraits (surtout de livres) que la crainte d'une intervention alliée en Pologne et du bolchevisme provoque de la part des spéculateurs américains.

De plus le Trésor anglais doit approvisionner dès ce moment les 250 millions de dollars nécessaires au remboursement de sa part dans l'Anglo-French Loan qui arrive à échéance sur la place de New-York le 25 octobre.

— Puis nous assistons à un palier du 3 au 17 août à la cote 134, en même temps qu'à un ressaut du franc. Nous renvoyons encore à ce que nous avons exposé au sujet de la France, relativement à la seconde Conférence de Hythe, aux déclarations de M. Lloyd George devant les Communes, aux propositions d'armistice de la part des Soviets : l'éventualité d'une intervention alliée en Pologne est nettement écartée.

— La baisse reprend sur le franc et sur la livre du 17 au 24 août. C'est le moment critique de l'invasion de la Pologne. Il coïncide avec d'importants règlements de céréales effectués à New-York par la Grande Bretagne.

d) 24 août 1920-4 janvier 1921. *Oscillations.* — Du 24 août 1920 au 4 janvier 1921, les oscillations reprennent, mais le niveau moyen de la prime est maintenant de 140 environ (ou 141). Nous avons également un palier du franc pendant cette période.

Nous assistons tout d'abord à l'expiration de la baisse précédente (prime 140 le 14 septembre), après une légère reprise le 31 août (prime 136). Nous observons successivement : la victoire polonaise ; puis les menaces de grève dans les charbonnages britanniques (la seule annonce d'un vote défavorable des mineurs a amené d'importantes demandes de fonds sur New-York de la part de nombreux pays, clients normaux de l'Angleterre, qui envisagent l'éventualité des achats de charbon aux Etats-Unis, la France entre autres).

— Le change reste stationnaire, avec légère tendance à la hausse, jusqu'au 11 octobre (prime 139). Il y a une accalmie sur l'ensemble du marché, tenant à l'abstention générale du Commerce.

Le remboursement de l'Anglo French Loan s'effectue en fin octobre dans d'excellentes conditions, surtout en ce qui concerne la Grande Bretagne qui a approvisionné depuis longtemps les 125 millions de dollars constituant sa part : la prime, partie du palier de 139, touche 142 le 19 octobre et retombe aussitôt à 140 le 26.

— La baisse reprend ensuite pendant 15 jours et la prime atteint son maximum de 144 le 8 novembre. La grève des mineurs anglais continue ; les achats de charbon aux Etats-Unis font monter le dollar. Simultanément la Grande-Bretagne règle d'importantes importations de céréales.

— A partir du 8 novembre, nous observons pendant deux semaines une nette réaction de hausse, la prime retombant à 139 le 23 novembre. La grève des mineurs est terminée. De plus les besoins d'argent étant très vifs (crises industrielle et commerciale intenses) des capitaux sont rapatriés (en particulier de Paris où nous constatons une baisse du franc).

Puis la baisse reprend lentement et régulièrement pendant trois semaines, la prime revenant à 142,5 le 14 décembre. L'horizon politique est trouble ; il y a une nouvelle tension avec la France (échec de Venizelos aux élections grecques, effondrement de Wrangel en Crimée, session de la Société des Nations à Genève). De plus l'industrie américaine, dont la situation est très difficile, rapatrie à son tour des capitaux en grande quantité.

— L'année se termine par une hausse nette, la prime tombant brusquement de 143,5 à 137,5, entre le 14 et le 20 décembre et, après un léger ressaut à 138,5 le 28 décembre, se retrouvant à 137 le 4 janvier 1921. C'est le début de l'amélioration que nous observerons très nettement sur la tenue de la livre au début de 1921.

B¹) PRIX DE GROS.

3 grands mouvements :

1^o Expiration de la hausse précédente sur un palier, de février à mai ;

2^o reprise très forte de la hausse de mai à juillet ;

3^o baisse rapide et continue de juillet à décembre.

Février à mai. — L'index, qui a atteint 316 en février, après une montée continue à l'allure moyenne d'environ 10 points par mois, passe par un maximum de 322 en mars (hausse de 6 points seulement sur février) ; puis il baisse très lentement, d'un point en avril et de 2 points en mai, tombant à 319.

Nous verrons que la période de février à juillet est une période de hausse ralentie, mais continue, aux Etats-Unis et une période de hausse accélérée en France ; le recul de mars à mai est donc très spécial à l'Angleterre.

Mai à juillet. — Reprise très brutale de la hausse :

De 19 points (chiffre sans précédent) en juin, de 9 points encore en juillet (index 347, maximum maximorum).

Juillet à décembre. — La baisse est très rapide ; elle ramène en 6 mois l'index de 347 à 302, soit une diminution moyenne de 9 points par mois. Elle est presque continue, avec cependant un léger ralentissement au milieu du semestre, ainsi qu'en témoignent les chiffres suivants :

Baisses sur le mois précédent ; août : 11 points ; septembre : 5 points ; octobre : 7 points ; novembre : 11 points ; décembre : 11 points.

— *L'index-or* avait oscillé en 1919 entre les cotes 253 et 222 sans direction marquée, quoiqu'avec une tendance à la baisse. En février 1920, il tombe à 218 (baisse brusque du change que la hausse des prix n'a pas compensée). Puis il remonte très rapidement jusqu'en juillet (cote 278) ; l'index-or français, qui lui était supérieur jusqu'en septembre 1919 et légèrement inférieur seulement dans la fin de 1919, reste très au-dessous de lui à partir du courant de 1920.

L'index-or anglais se maintient au contraire dans le voisinage de l'index intérieur américain : un peu au-dessous de cet index au début de 1920 (en janvier 1920, l'index américain, qui continue sa hausse progressive, est à 248 alors que l'index-or anglais est tombé à 218) ; un peu au-dessus de lui en juin et juillet 1920 (l'index américain a déjà commencé sa baisse par 269 et 262, alors que l'index-or anglais atteint les chiffres les plus élevés : 275 et 278) ; puis dans son voisinage immédiat d'août à octobre ; enfin de nouveau au-dessus de lui à la fin de l'année, l'écart s'accroissant de plus en plus, par suite de la baisse beaucoup plus rapide de l'index américain.

B²) INDICE DES IMPORTATIONS

Remarquons d'abord que le mouvement des prix intérieurs aux Etats-Unis est très régulier et consiste en une hausse jusqu'en mai, puis en une baisse de plus en plus rapide jusqu'en décembre. Les oscillations que nous constatons dans l'indice des importations anglaises sont donc dues à celles du change.

Ceci dit, cet indice qui avait atteint la cote 360 en février, dépassant très nettement l'index intérieur (par suite de l'affaïssement momentané du change) retombe à 334 dès mars et se maintient à 322 en avril (la hausse des prix américains de mars à avril étant compensée par la hausse de la livre); il se trouve en mars et en avril à 10 points seulement au-dessus de l'index anglais. Puis il fait un bond en mai (moment du maximum de la hausse américaine), atteignant 343, tandis qu'au contraire les prix intérieurs anglais tendent toujours à baisser.

Il retombe à 330 et 328 en juin et juillet, très nettement dépassé par l'index anglais qui est en pleine ascension.

En août et septembre, il touche de nouveau 338 et 336 (baisse du change), tandis que l'index anglais retombe légèrement au-dessous de lui.

A partir de septembre, l'indice des importations décroît beaucoup plus rapidement que l'index anglais dont il s'écarte de plus en plus; le change reste presque stationnaire tandis que les prix intérieurs américains décroissent de plus en plus vite, beaucoup plus vite que les prix intérieurs anglais. L'indice des importations est tombé à 265 en décembre, alors que l'index intérieur anglais est de 302.

C) INFLATION

Après la chute très forte du chiffre représentatif entre la fin de 1919 et février 1920, le chiffre oscille entre le minimum atteint à ce moment, soit 380 et un maximum de 410 (mai 1920) sans direction bien définie.

On peut cependant distinguer :

— *De février à mai, une hausse en 2 temps* : 15 points de février à mars, 15 points d'avril à mai (où est atteint le maximum de 410), avec un arrêt entre mars et avril.

Les mouvements sont les suivants :

Encaisse. — Passe de 108 millions 1/2 le 18 février à 118 millions 1/2 le 17 mars par une augmentation continue (augmentation de 10 millions en 1 mois, à peine plus faible qu'au cours de la période précédente), puis diminution du 17 au 31 mars, où elle retombe à 112 millions (diminution de 6 millions 1/2 en 15 jours); stabilisation jusqu'au 23 mai où nous retrouvons un chiffre de 112 millions 1/2.

Circulation de Banque. — Se maintient constamment au-dessous de l'encaisse, dont elle se rapproche cependant à partir de mi-mars et surtout dans le courant de mai, atteignant 111 millions 1/2 le 26 mai (inférieur d'1 million à l'encaisse, alors qu'elle était inférieure de 15 millions le 18 février, de 17 millions le 17 mars, de 7 millions le 31 mars et de 5 millions encore le 28 avril).

Currency Notes. — Augmentation d'environ 10 millions par mois qui se continuera d'ailleurs jusqu'à fin juin; avec un ralentissement très net entre mars et avril (augmentation de 2 millions seulement). Le chiffre atteint fin mai sera de 348 millions 1/2 contre 329 millions 1/2 fin janvier; et le chiffre atteint fin juin sera de 357 millions 1/2, légèrement supérieur au maximum précédent de fin décembre. C'est cette fois-ci encore à l'augmentation très importante de l'encaisse, depuis le début de l'année, que nous devons de trouver en mai 1920 un chiffre représentatif très inférieur à celui de décembre 1919.

— Une baisse netie de mai à août: 5 points de mai à juin, 15 points de juin à juillet, 5 points de juillet à août, ramenant le chiffre représentatif à 385 en août, sensiblement le minimum précédent de février (380).

Les mouvements sont les suivants :

En caisse. — Recommence à croître jusqu'en juillet — avec des accélérations dans les premières quinzaines, des ralentissements dans les secondes quinzaines de juin et juillet — et mar-

que un temps d'arrêt en août. Partie de 112 *millions* 1/2 le 26 mai, elle atteint 117 *millions* 1/2 le 16 juin, 120 *millions* 1/2 le 7 juillet, 123 *millions* le 21 juillet, chiffre auquel elle va se maintenir jusqu'à fin août.

Circulation bancaire. — La circulation bancaire se maintient aux environs du montant de l'encaisse mais, restée jusqu'ici inférieure à celle-ci, elle la dépasse constamment à partir du 30 juin de 1 à 2 *millions*, atteignant 124 *millions* le 21 juillet contre 111 *millions* 1/2 le 26 mai.

Currency Notes. — Depuis fin juin (maximum de 357 *millions* 1/2), la circulation des *Currency Notes* recommence à baisser lentement : de 2 *millions* 1/2 entre juin et juillet, de 4 *millions* entre juillet et août ; elle est encore fin août au chiffre de 351 *millions* qui n'avait été précédemment dépassé qu'en décembre 1919.

— *Des oscillations peu importantes d'août à décembre* : le chiffre représentatif passe de 385 en août à 390 en septembre et 395 en octobre, puis retombe à 385 en novembre et remonte à 390 en décembre.

Encaisse. — L'encaisse est stabilisée du 21 juillet au 3 novembre inclus aux environs de 123 *millions* ; puis l'augmentation reprend, d'abord lentement en novembre, puis rapidement en décembre (presque le million par semaine), le total dépassant 128 *millions* le 29 décembre.

Circulation. — La circulation bancaire continue à croître un peu plus vite que l'encaisse jusqu'au 22 décembre, date à laquelle elle lui est supérieure de 7 *millions*, puis retombe un peu. Au 29 décembre, elle est de 132 *millions* 1/2 pour une encaisse de 128 *millions*.

Currency Notes. — La circulation des *Currency Notes* continue d'abord à diminuer très légèrement, atteignant fin septembre 350 *millions* 1/2 ; elle remonte à près de 353 *millions* fin octobre, retombe à 348 *millions* fin novembre et saute brus-

quement à près de 365 *millions* en décembre (cette hausse est compensée, en ce qui concerne le chiffre représentatif, par l'augmentation très rapide de l'encaisse au cours du mois).

INTERPRÉTATION

La place de Londres a fait un effort considérable pour ressaisir le marché des transactions internationales en fin 1919 commencement 1920 (voir chapitre précédent); elle profite des fautes commises par la place de New-York, dont l'éducation est insuffisante, et la baisse artificielle de la livre en janvier doit avoir pour double effet : d'aiguillonner la Grande-Bretagne dans la lutte, et de mettre en évidence les difficultés rencontrées par les Etats-Unis dans l'orientation trop nouvelle de leur activité bancaire.

Le mouvement du change témoigne d'une hésitation en février : c'est la période où la lutte est encore confuse, mais se dessine déjà en faveur de Londres; cette hésitation est favorisée peut-être par une certaine réserve du marché, à la proximité de l'emprunt français. Puis, brusquement la hausse se déclenche au début de mars (nouvelle relative au remboursement de la part anglaise dans l'Anglo-French Loan). A partir du 16 mars, la livre est à nouveau désolidarisée du franc, qui retombe tandis qu'elle accentue sa poussée.

Londres a repris sa position d'intermédiaire entre l'ancien et le nouveau continent; c'est la devise anglaise qui va commander dorénavant le marché de Paris, le dollar étant passé au second plan.

— Au point de vue des rapports entre les différents éléments, nous avons vu que la chute d'une centaine de points sur le chiffre représentatif de l'inflation a certainement contribué d'une manière sensible à la hausse importante du change en février et surtout en mars; mais cette influence est *indirecte*

et la réduction de l'inflation n'est qu'un épisode dans la lutte des places; nous n'observons d'ailleurs aucun rapport quantitatif de cette réduction à la hausse du change : entre novembre 1919 et avril 1920, il n'y a pas de différence sensible dans les niveaux de la prime, alors que la cote de l'inflation a baissé d'environ $1/5$.

— D'*Avril à Juillet*, le niveau général du change reste stationnaire autour d'une moyenne de 125 environ. Les mouvements secondaires sont purement spéculatifs, mais peu importants; dans l'ensemble, ils manifestent une tendance à la baisse jusqu'à mi-mai, puis une tendance à la hausse jusqu'à fin juillet; la physionomie générale est celle d'une oscillation très amortie, qui fait suite à l'oscillation très forte du début de l'année. Il semble qu'aucune cause nouvelle n'intervient pour modifier le niveau moyen de la livre (cependant que le franc et le mark sont soumis à des mouvements importants); cette stabilité est due à la reprise du commerce extérieur britannique, à l'amélioration très sensible dans la situation économique de la Grande-Bretagne, à la continuité de l'effort fiscal et aussi à la reprise de la position de place tout au moins pour les relations entre l'Europe et le reste du monde.

Nous pouvons faire à ce moment une remarque très intéressante, annoncée dans l'Introduction de notre thèse, au sujet de la dévalorisation propre de la livre : nous voyons que le niveau de 125 constitue un niveau stable de la prime; il est voisin d'ailleurs du niveau de 116 qui avait manifesté également une certaine stabilité de mi-août à fin octobre 1919; à ne considérer que le change, on serait donc tenté d'admettre que la livre a subi entre juillet 1914 et le 2^e trimestre 1920 une dévalorisation du $1/4$ par rapport à l'or. Si nous observons maintenant l'index intérieur et que nous le rapprochions de l'index américain, nous constatons que leurs mouvements généraux sont sensiblement les mêmes, avec un décalage de deux à trois mois : la hausse générale des prix américains a commencé en février 1919, celle des prix anglais en mai 1919;

la baisse générale des prix américains a commencé dès mai 1920, celle des prix anglais ne commencera qu'en juillet ; or le rapport entre les index reste constamment du même ordre de grandeur, avec une tendance vers l'augmentation ; rapport des minima : $\frac{236}{201} = 118$; rapport des maxima : $\frac{347}{272} = 127$; si nous comparons de même les prix entre 2 dates séparées par le même décalage d'environ deux mois et correspondant à un palier déjà signalé de la livre, nous obtenons : index américain 226 en août 1919, index anglais 274 en octobre 1919, rapport des index : $\frac{274}{226} = 121$. Or la hausse américaine entre 1914 et 1919-1920 tient aux conditions économiques générales et à la diminution du pouvoir d'achat de l'or ; la hausse anglaise tient aux conditions économiques générales, qui ne sont pas foncièrement différentes du point de vue anglais ou du point de vue américain, à la diminution du pouvoir d'achat de l'or et à la dévalorisation de la livre-papier par rapport à l'or ; le rapport des index anglais et américain doit donc représenter sensiblement cette dévalorisation. Il est frappant de constater la similitude des chiffres représentant ce rapport et des chiffres représentant la prime de l'or sur le marché du change, dans les périodes où celui-ci manifeste une certaine stabilité. On semblerait en droit de conclure que :

La dévalorisation de la livre par rapport à l'or est sensiblement du $1/4$ de sa valeur, entre avril et juillet 1920.

Cette dévalorisation croît du début de l'année 1919 au milieu de l'année 1920 ; d'après la comparaison des prix intérieurs elle serait de 18 % environ dans les premiers mois de 1919, de 21 % environ dans le milieu du 2^e semestre 1919, pour atteindre 25 % ou $1/4$ environ au cours du 1^{er} semestre 1920 ; aux mêmes époques, le change donnerait respectivement 2 %, 16 %, 27 % : mais nous avons vu que ses indications ont été faussées jusqu'en mars 1919 et que le réajustement s'est poursuivi pendant tout le courant de l'année ; nous serions ici confirmés dans cette hypothèse, et le réajustement n'aurait été opéré qu'en 1920.

Ces observations, qui semblent avoir un fondement sérieux, ne permettent d'ailleurs aucun rapprochement ni avec les cotes absolues de l'inflation, ni avec les variations de ces cotes entre les différentes périodes. Notons qu'elles ne sont fructueuses qu'aux époques où les mouvements des différents éléments sont lents et réguliers ; elles sont complètement en défaut dès que les variations sont brusques : c'est ainsi que nous avons dû faire abstraction des périodes tourmentées sur le change, en 1919 et surtout au début de 1920.

— Pour en revenir au *change*, nous entrons en juillet dans une période de *baisse très nette* qui va amener la prime d'une cote inférieure à 125 dans le courant de juin (123 environ) au niveau moyen de 140 environ à partir de mi-septembre.

Cette période a été précédée par des signes annonciateurs d'une crise : baisse de l'index américain depuis mai (la hausse étant presque arrêtée depuis avril) ; depuis juin surtout, baisse des valeurs internationales, celle-ci ayant d'ailleurs contribué momentanément au maintien du change, par suite du resserrement du marché concurremment avec la réduction des achats à l'étranger (en prévision de la vague de baisse).

Subitement, au début de juillet, le mark, le franc et la livre commencent à tomber ; pour la livre, les considérations qui précèdent nous font penser qu'elle n'a jamais été soutenue très sensiblement par la spéculation américaine et que les ventes doivent en être modérées, les stocks de devises détenues par les spéculateurs étant peu importants (il faut noter que les oscillations de la livre, sauf dans certaines périodes isolées d'affolement, et sa dépréciation générale sont trop faibles pour tenter beaucoup les spéculateurs qui cherchent un profit, plus hasardeux, mais aussi bien plus important sur le franc et le mark). Par contre, la livre doit être particulièrement atteinte par la multiplication des arbitrages flottant sur le marché et par l'arrêt progressif du Commerce international. Il n'y a pas d'oscillation, mais une irrégularité dans le mouvement, en relation surtout avec les nouvelles politiques.

Très courageusement, la Grande Bretagne effectue au cours de cette période d'importants règlements de céréales, dans la crainte d'une continuation dans la baisse de la devise (qui n'est pas factice comme celle de janvier).

Quant à l'intervention du Gouvernement britannique, elle se manifeste encore par la réduction de la circulation, esquissée dès juin (époque à laquelle apparaissent les symptômes annonciateurs de la crise) et accentuée en juillet-août; mais après le gros effort de décembre-janvier, les moyens d'action sont limités et la réduction reste faible. Il est cependant remarquable qu'elle ait *précédé*, dans son ensemble, la baisse des prix intérieurs.

Enfin cet effort est témoigné aussi par les accroissements de l'encaisse dont nous reparlerons plus loin.

— *Entre fin août et décembre*, la livre se maintient avec une certaine stabilité; cette stabilité est surtout affirmée entre le 14 septembre et le 7 décembre, la prime oscillant entre 139 et 144, à un niveau moyen d'environ 141 (fin août-commencement septembre, nous assistons à l'expiration de la baisse précédente; et, en décembre, à une nouvelle tendance de hausse). La devise se maintient à un niveau relativement bas pendant cette période; cela tient à la stagnation du commerce et de l'industrie, qui se traduit par un chômage intense et, sur le marché des capitaux, par un marasme peu favorable aux opérations bancaires dont Londres est le courtier. La Grande Bretagne vend bien des francs que détenaient ses spéculateurs, mais les Etats-Unis en vendent aussi et vendent également des livrés (Situation difficile de l'Industrie américaine qui rapatrie les capitaux en masse.)

Reprenons la comparaison entre les index anglais et américain, avec le décalage de deux mois qui a marqué le début de la baisse dans les 2 pays (mai pour les Etats-Unis, juillet pour l'Angleterre); nous obtenons : index américain en septembre : 242; index anglais en novembre : 313; rapport $\frac{313}{242} = 129$. C'est donc sur le marché des changes que la livre, véhicule

des règlements internationaux, est tout spécialement atteinte : *des traites sur Londres flottent sur le marché* et l'encombrement, donnant prise à la spéculation.

La grève des mineurs anglais superpose son effet matériel et moral aux précédents.

— On peut dire aussi que la stagnation du change à un niveau relativement bas est nécessaire *pour maintenir l'index-or anglais dans le voisinage de l'index américain*, sous peine pour la Grande-Bretagne de se laisser enlever les débouchés restreints qui lui restent. Or l'index anglais doit bien avoir une tendance particulière à la baisse ; mais il est en retard de deux mois sur l'index américain ; ces deux mois représentent, à l'allure moyenne de 9 points par mois (index américain : 269 en juin 1920, 242 en septembre ; baisse de 27 points en 3 mois), une différence de 18 points, que suffit juste à compenser l'augmentation de la perte au change entre cette période et le 1^{er} semestre 1920 (augmentation moyenne de $141 - 125 = 16$ points environ).

Il faut nous étendre un peu sur ce point :

Dès qu'une devise n'est plus au pair, sa valeur par rapport à l'or, étalon monétaire, se détermine par la loi de l'offre et de la demande. Nous pouvons considérer la *dépréciation* comme *normale* lorsque l'offre et la demande sont commandés par le libre jeu des besoins économiques sur le marché général (valeurs et marchandises).

Mais d'autres facteurs peuvent intervenir et produire leur effet spécialement sur le change. Le plus fréquent est d'ordre psychologique, c'est la spéculation. Dans des circonstances exceptionnelles, des causes spéciales apparaissent et c'est bien ce que nous observons ici : la demande sur la devise diminue par suite du resserrement des transactions et ce fait explique une certaine dépréciation (de l'ordre de $\frac{125}{130}$ environ, telle qu'elle ressort de la comparaison des prix de gros) ; l'offre, elle, non seulement ne diminue pas, mais tend même à augmenter, la Grande-Bretagne effectuant à cette épo-

que le règlement de ses importations annuelles en céréales ; c'est sur ce terrain que la manœuvre se dessine : les industriels, encombrés par leurs stocks de matières premières et n'ayant rien à importer, ont tout intérêt, nous l'avons dit, à ce que la livre baisse (question des débouchés) et, sans que leur puissance dans l'Etat atteigne celle des industriels allemands, leur action est loin d'être négligeable ; les commerçants sont favorables à tout développement des échanges internationaux, quelles qu'en soient les conditions, de manière à éviter le marasme complet des transactions ; les propriétaires fonciers enfin ont lieu d'espérer qu'en favorisant la réalisation des approvisionnements annuels au moment où la crise n'a pas encore produit tout son effet sur le marché des Etats-Unis — et dans la mesure où le recours aux importations alimentaires s'impose à la Grande-Bretagne pour remédier à l'insuffisance de sa production agricole — il sera possible ultérieurement de protéger le marché intérieur par des mesures appropriées et de limiter ainsi les répercussions de la baisse américaine, si celle-ci continuait à s'accroître. Une véritable coalition d'intérêts professionnels se dresse ainsi contre le consommateur, dont les restrictions sont les causes premières de la crise ; elle porte naturellement la lutte sur le terrain où la résistance est la plus difficile, sur les articles de première nécessité et particulièrement les produits alimentaires. L'action des producteurs et commerçants britanniques, qui sont les plus gros acheteurs de change, peut même se faire sentir d'une manière plus artificielle encore : s'ils offrent bénévolement des prix élevés au vendeur de dollars, devançant même ses exigences, ils feront bien les principaux frais de l'opération, mais la question des débouchés prime momentanément pour eux celle du prix de revient ; à défaut de profit, ils recherchent une moindre perte et celle-ci consiste à écouler les stocks antérieurement accumulés, même à un prix désavantageux, plutôt qu'à en perdre totalement la valeur en les laissant inemployés.

Nous avons cru intéressant de serrer d'un peu près l'aspect

exceptionnel du marché monétaire à cette époque de crise, car nous la considérons comme particulièrement curieuse et fertile en enseignements.

— Quant à la hausse de la livre tout à fait en fin d'année, elle tient à une certaine reprise des exportations, provenant principalement de la baisse importante sur l'index *et*, alors que la réduction des importations sous l'effet de la crise industrielle persiste; il convient de rappeler que la Grande-Bretagne, à l'inverse de la France, a fait en temps utile l'effort nécessaire à son ravitaillement en céréales et s'en trouve soulagée; elle a même acheté au Ravitaillement français dans d'excellentes conditions.

Passons maintenant aux *prix intérieurs*. Les *grands mouvements* : hausse dans la première moitié de l'année, baisse dans la seconde, sont des mouvements mondiaux. Nous les retrouvons aux Etats-Unis avec deux mois d'avance et une régularité presque parfaite; en France avec trois mois d'avance et de grosses irrégularités dans la seconde moitié de l'année. Ils tiennent donc aux conditions économiques générales que nous nous contenterons de résumer brièvement ici au point de vue production et commerce, développement intensif et artificiel des affaires de juin 1919 au commencement de 1920; arrêt brutal et marasme dans le courant de 1920; parallèlement, au point de vue de la consommation, déchaînement en 1919-commencement 1920, abstention dans le courant de 1920.

Nous avons même vu que le rapport des prix intérieurs américains et anglais, comparés à 2 ou 3 mois d'intervalles, est constamment du même ordre de grandeur, quoique manifestant une tendance constante à l'augmentation.

Au point de vue de l'indice des importations, les rapprochements que nous avons faits plus haut entre le rapport des index *et* le change se traduisent par le voisinage de la courbe correspondante et de la courbe de l'index anglais entre mars et septembre, et par une chute plus rapide pour la première

que pour la seconde en fin d'année, l'infériorité de l'indice des importations sur l'index intérieur s'accusant à partir d'octobre et s'accroissant progressivement pour atteindre 37 points en décembre.

Le décalage dans le temps des maxima respectivement atteints par les prix intérieurs américains et anglais d'une part, le décalage progressivement accru en intensité de l'index anglais et de l'indice des importations d'autre part s'accordent à montrer que le mouvement économique anglais est commandé par celui des Etats-Unis.

Quant à l'irrégularité particulière au mouvement de l'index anglais entre février et juin, elle est la conséquence très certaine de la perturbation spéciale à la Grande Bretagne que nous avons signalée au début de 1920 et qui s'est traduite par la réduction de l'inflation et la hausse du change. La baisse est d'ailleurs toute momentanée : le maximum atteint par les prix intérieurs en juillet se retrouve, avec le maximum atteint en mai par les prix américains, dans un rapport sensiblement égal à la prime du dollar sur le marché des changes. Il n'apparaît donc pas que ni les mouvements généraux, ni le niveau de l'index aient été profondément affectés par la modification importante du niveau de l'inflation entre fin 1919 et début 1920 (il faut dire que la réduction des émissions de Currency Notes n'a été que momentanée et que l'augmentation de l'encaisse, ainsi que nous l'avons déjà constaté pour l'Allemagne, n'agit pas directement sur les prix intérieurs).

Quant à l'*index-or*, nous avons commenté plus haut son voisinage avec l'index américain au milieu de 1920 et nous commenterons au chapitre suivant leur dissociation en fin d'année.

Disons un mot de l'*inflation* :

Nous avons vu que le Gouvernement britannique n'avait pu maintenir intégralement, tout d'abord, les résultats obtenus en février 1920, à la suite du gros effort précédemment signalé ; la Circulation des Currency Notes recommence à aug-

menter de 10 millions par mois jusqu'à fin juin, sauf un ralentissement entre mars et avril, témoin d'une dernière tentative sans lendemain ; la Circulation des billets de Banque elle-même se rapproche progressivement du chiffre de l'encaisse dont elle s'était, il est vrai, particulièrement éloignée en février. Enfin l'augmentation de l'encaisse, après s'être encore poursuivie jusqu'à mars, subit un léger recul et celle-ci reste stationnaire ensuite jusqu'en fin mai. Cette réaction est normale, après l'énorme secousse précédente, et le Gouvernement britannique l'a limitée somme toute à fort peu de chose ; il est vrai qu'il a été aidé par la légère baisse ou tout au moins la stabilité momentanée des prix intérieurs, mais celle-ci résultait elle-même de l'effort accompli en début d'année. Nous retrouvons toujours la même caractéristique dans l'effort anglais : celui d'agir le plus souvent par le déclenchement de phénomènes économiques dont il utilise ensuite les effets.

Un nouvel effort se dessine à partir de mai, tout d'abord sous la forme d'augmentations discontinues de l'encaisse jusqu'à mi-juillet ; pendant cette période, la reprise brutale dans la hausse des prix intérieurs ne permet pas de réduire la Circulation (le léger recul des Currency Notes entre juin et juillet ne compense pas l'augmentation bancaire au même moment) ; il est déjà remarquable qu'elle se concilie avec un ralentissement des émissions. A partir de mi-juillet au contraire et jusqu'à fin août, c'est l'encaisse-or qui va rester stationnaire, tandis que la Circulation recommence à baisser.

Ainsi, pendant que le change est stationnaire et les prix intérieurs en hausse, le Gouvernement britannique agit sur l'inflation en augmentant son encaisse-or ; pendant que le change baisse, ainsi que les prix intérieurs, il agit sur l'inflation en réduisant la circulation.

D'août à novembre, les mouvements sont faibles et n'ont pas de direction définie : c'est une période d'observation et d'attente en présence d'une crise sans précédent.

Mais le Gouvernement est sur ses gardes et s'attache à dé-

fendre les positions acquises, en attendant de pouvoir repartir dans la voie de l'amélioration. La fin d'année nous en fournit la preuve très nette : la circulation gonfle brusquement en décembre, pour le besoin des échéances, de même qu'en décembre 1919 et d'une quantité sensiblement égale (17 millions de livres contre 17 millions 1/2), mais une augmentation simultanée de 4 millions sur l'encaisse réduit à 5 points la hausse du chiffre représentatif, (il y avait eu de même en décembre 1919 une augmentation de 3 millions 1/2 sur l'encaisse).

CONCLUSIONS

1° Les prix de gros suivent, dans leur ensemble, le mouvement mondial, tenant aux conditions économiques de la production : ils ne paraissent pas fondamentalement affectés, ni dans leurs variations, ni dans leur niveau, par les vicissitudes de l'inflation ou du change.

Ils sont d'ailleurs commandés par les États-Unis qui dominent le marché de la production : on constate en effet un décalage de deux mois entre le maximum américain et le maximum anglais (nous avions déjà remarqué en 1919 un décalage de trois mois entre les minima anglais) : à cette constatation on s'ajoute l'influence de l'indice des importations pendant le 1^{er} semestre 1920, et de l'indice anglais pendant le 2^e semestre 1920 (voir plus loin).

2° Cependant l'à-coup de *verrier-avril* dans la hausse spéciale à la Grande Bretagne, est une conséquence certaine de la perturbation signalée au début de l'année et qui s'est traduite par la diminution de l'inflation et la hausse du change (il n'y a d'ailleurs aucune relation quantitative entre les variations du niveau de l'inflation et le mouvement des prix).

3° L'inflation ne varie que faiblement dans le courant de l'année sans direction définie et ses mouvements n'ont aucun

rapport ni en direction, ni en intensité, avec les variations du change et des prix. Leur étude est intéressante en ce qu'elle décèle un effort intelligent du Gouvernement britannique, effort à peu près constant, mais dont les modalités s'adaptent aux circonstances économiques ; nous n'y reviendrons pas, renvoyant à ce que nous avons dit sur ce sujet dans l'« Interprétation ».

4^o La *devise* joue un rôle particulièrement important, et c'est elle qui fournit les plus précieux enseignements ; ses mouvements sont influencés par le rôle *bancaire* de la Grande Bretagne dans le monde.

A ce rôle bancaire se rattache la question de la position de place, les fautes et l'inexpérience du marché américain ayant permis au marché de Londres de ressaisir au cours de 1920 le rôle d'intermédiaire des transactions entre l'ancien et le nouveau continent.

Ce rétablissement facilite dans son ensemble la poursuite de l'effort britannique ; mais, en sens inverse, au début de la crise économique, le flottement des arbitrages et des suppléments de créances, sous forme de traites en livres, donne prise à la spéculation : il produit une inflation d'une nature toute particulière sur le marché international, inflation qui n'a aucune action directe sur le marché intérieur.

5^o La baisse du niveau de la livre à cette époque (2^e semestre 1920), si elle n'a sans doute pas été provoquée par les milieux britanniques, n'a pas été sérieusement combattue par eux ; elle était nécessaire en effet pour que l'*index-or anglais* ne se trouvât pas trop supérieur à l'*index américain* (celui-ci ayant deux mois d'avance dans la baisse sur l'*index anglais*), à un moment où les débouchés n'avaient que trop tendance à se restreindre.

Le mouvement des prix intérieurs ou plutôt le retard de ce mouvement sur celui des prix américains a contribué sans doute à fixer l'importance et la persistance de la baisse sur le niveau de la livre au cours du 2^e semestre 1920.

6° Compte tenu des observations qui précèdent, l'examen des périodes successives au cours desquelles le niveau de la livre manifeste une certaine stabilité, en 1919 et en 1920, nous a permis de faire les observations intéressantes qui suivent :

Au cours de chacune de ces périodes, le chiffre représentant la prime de l'or sur le marché du change est du même ordre de grandeur que le rapport des index anglais et américains, comparés avec un décalage de deux mois environ (le décalage que nous avons constaté plus haut dans l'origine de leurs mouvements respectifs).

Les 2 chiffres sont même sensiblement égaux au cours du 2^e trimestre 1920 et l'on peut donc évaluer la *dévalorisation de la livre par rapport à l'or* sensiblement au quart de sa valeur (25 %).

Les divergences trouvées entre les deux chiffres aux époques précédentes n'infirmement pas ces conclusions ; elles résultent en effet du niveau artificiel auquel le change s'est maintenu jusqu'en mars 1919 et du réajustement progressif qui s'est opéré au cours de l'année.

Observations analogues pour la période de stabilité au cours du 2^e semestre 1920 ; la prime est supérieure, cette fois-ci, au rapport des index ; mais c'est encore ce rapport qui nous paraît donner l'indication la plus raisonnable sur la dévalorisation de la devise ; cette dévalorisation se serait légèrement accrue et atteindrait 30 % environ, la convalescence économique étant brutalement atteinte par la crise des affaires dont la Grande-Bretagne, spécialisée dans l'activité industrielle, commerciale et bancaire, souffre tout particulièrement. Les indications du change nous semblent faussées, dans le sens péjoratif, par une double raison déjà exposée : a) inflation d'une nature spéciale créée, sur le marché extérieur seulement, par la multitude des traites en livres ; b) action des milieux britanniques sur l'index-or. Il se produit ici un phénomène dont les conséquences sont analogues à celles de la spéculation.

tion sur une devise de la part d'acheteurs antérieurs (telles qu'elles se manifestent sur le franc et le mark); dans l'analyse détaillée, nous avons observé en effet de courtes oscillations plus brutales que celles des périodes stables précédentes.

Notons que la valeur de la dévalorisation, que nous avons cru serrer ainsi de près, n'a aucun rapport avec le niveau de l'inflation et que le sens même de sa variation (accentuation lente et progressive) est contraire à l'évolution de l'inflation entre 1919 et 1920 (réduction très nette.)

CHAPITRE IV

Janvier 1921 à Janvier 1922

A) LE CALENDRIER DU CHANGE.

Le niveau général du change est nettement plus élevé en 1921 qu'il ne l'était en 1920 ; de plus, la tenue de la devise est meilleure : les grandes oscillations sont moins amples, les petites oscillations brusques sont très rares et peu accentuées.

Nous retrouvons encore quatre grands mouvements, qui se succèdent dans un ordre analogue à celui de l'année précédente :

a) hausse rapide jusqu'au 15 février ; la prime passe de 137 à 124 ;

b) long palier se terminant par une hausse continue et lente ; la prime est encore à 124 le 12 avril (après avoir passé par un maximum de 126 le 8 mars) et tombe à 121 le 24 mai ;

c) baisse rapide du 24 mai au 2 août (prime 137), avec un sérieux ralentissement — presque un palier — au courant de juin (prime oscillant entre 128 et 130) ;

d) hausse lente et irrégulière du 2 août au 27 décembre, la prime retombant en 5 mois de 137 à 116 ; cette hausse se continuera dans le début de 1922.

Etudions le détail des mouvements, ainsi que la suite des événements :

a) *hausse rapide du 1^{er} janvier au 15 février.*

Elle coïncide avec une hausse rapide du franc et une hausse du mark dans le courant de janvier.

b) *long palier se terminant en hausse lente et continue
du 15 février au 24 mai.*

Ce palier est très analogue, même comme niveau, à celui du second trimestre 1929; il est moins mouvementé encore et s'analyse en une baisse régulière du 15 février au 8 mars (la prime passe de 124 à 126), suivie d'une hausse régulière du 8 au 29 mars (la prime revient de 126 à 124), suivie elle-même par une stabilisation (prime 124) du 29 mars au 15 avril; il finit enfin par une hausse lente, à une allure constante (diminution de 1/2 point par semaine sur la prime) jusqu'au 24 mai (prime 121); cette époque est marquée également par une hausse très vive du franc.

Les événements politiques ne provoquent pour ainsi dire pas de réaction :

Conférence financière interalliée à Paris en février.

Troubles allemands : lutte entre Berlin et Munich.

Cependant l'alourdissement du change au début de mars coïncide avec l'échec de la Conférence.

La grève des mineurs anglais elle-même et les menaces de grève de la Triple-Alliance Britannique (qui ne sont d'ailleurs passuivies d'effet) n'entraînent pas une baisse du change; mais elles expliquent sans doute la différence d'allure entre la hausse de la livre et la hausse du franc en mars-avril.

Quant à cette hausse simultanée sur les devises alliées, et plus particulièrement marquée sur le franc, elle est en relation avec les indices qui font prévoir l'exécution des obligations assumées par l'Allemagne à l'échéance de mai :

— Entrevue de Lympe entre MM. Briand et Lloyd George, au cours de laquelle le Conseil Suprême décide l'occupation éventuelle de la Ruhr.

— Ultimatum des Alliés et acceptation de cet ultimatum par l'Allemagne au milieu de mai.

Pendant ce temps des négociations se poursuivent entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis au sujet du remboursement des dettes interalliées. Le trésor britannique conduit des opérations financières en vue du remboursement des obligations 5 1/2 %, à échéance du 1^{er} novembre, dont le montant total est de 150 millions de dollars ; il envoie de l'or à New-York et commence le rachat des obligations sur la place.

Les Etats-Unis montrent des dispositions très favorables en ce qui concerne les crédits à l'Europe (voir *France*).

Enfin notons que la Banque d'Angleterre ramène son taux d'escompte de 7 à 6 1/2 % dans le courant d'Avril.

c) *Baisse rapide du 24 mai au 2 août.*

La baisse survient très brusquement pendant quinze jours, la prime sautant de 121 à 128 ; elle continue pendant quinze autres jours à une allure ralentie d'un point par semaine (prime de 128 à 130) ; du 21 juin au 2 juillet, il y a enfin un palier de quinze jours (prime 130).

Puis la baisse reprend très brusquement pendant une semaine, la prime sautant de 130 à 134 ; elle se poursuit pendant quatre semaines, à l'allure ralentie d'un point par semaine : la prime atteint au 2 août la cote 137, qui était celle du 4 janvier et représente le maximum de l'année.

Nous étudierons, au cours de l'« Interprétation », l'influence des versements allemands sur l'allure générale du mouvement, la succession de ces versements et les modifications apportées à leur mode de négociation.

Cependant d'autres facteurs interviennent pour expliquer la persistance de la baisse, principalement au cours de juillet :

— Réduction des exportations, accusée en juin, par suite de la grève des mineurs (réduction de 5 millions de livres par rapport à mai, tandis que les importations sont en augmentation de 1.874.000 livres) ; la moins-value est de 46 millions de livres

pour l'ensemble du semestre, par rapport au premier semestre 1920; la recrudescence des importations porte sur les matières premières et aussi sur les céréales dont il est passé de grosses commandes (sécheresse).

— Le plébiscite en Haute-Silésie, qui entraîne une légère baisse du franc, peut contribuer aussi à alourdir la livre.

Signalons que la Banque d'Angleterre continue, malgré la crise du change pendant cette période, à réduire le taux de l'escompte : ce taux passe de 6 1/2 à 6 % au début de juillet, et de 6 à 5 1/2 % en mi-juillet. Corrélativement, le taux de l'intérêt en Banque est ramené à 3 1/2 % en mi-juillet.

d) *Hausse lente et irrégulière du 2 août à fin décembre.*

Nous observons trois sortes de petits mouvements qui se succèdent les uns aux autres :

— hausses brusques, correspondant à une diminution de 3 ou 4 points par semaine sur la prime.

— hausses lentes, et généralement plus persistantes que les précédentes, correspondant à une diminution d'un demi-point à un point et demi par semaine sur la prime.

— baisses momentanées et relativement faibles, faisant le plus souvent suite à des hausses brusques.

Notons que la tendance favorable est spéciale à la livre.

La Commission des Réparations attribuée à la Grande-Bretagne, pour le remboursement partiel de ses frais d'occupation, les 124 millions de marks-or en caisse au 1^{er} mai.

A cette décision viennent s'ajouter, au courant d'août, les conclusions de la Conférence financière interalliée (qui s'est tenue au Ministère des Finances, à Paris) d'après lesquelles la valeur des mines de la Sarre serait portée immédiatement au débit de la France (voir *France*).

D'autre part, l'activité du Commerce et de l'Industrie semble reprendre (voir situation générale) tandis que les importations de céréales et de coton ont déjà été réglées en grande partie pour l'ensemble de l'année.

La Grande Bretagne s'entoure de barrières protectionnistes : l'Antidumping bill est voté en août.

Les relations mondiales semblent en voie d'amélioration au cours du 3^e trimestre :

— les sanctions ont été levées vis-à-vis de l'Allemagne et les libres communications rétablies entre pays occupés et non occupés ; les accords de Wiesbadén, en favorisant la tenue du franc, réagissent également sur la tendance favorable de la livre ; l'affaire de la Haute-Silésie a été confiée au Conseil de la Société des Nations et la solution semble en bonne voie ; les Etats-Unis enfin manifestent de bonnes dispositions vis-à-vis de l'Europe et voient dans le crédit commercial largement consenti la condition de la reprise des affaires.

Au cours du 4^e trimestre par contre, nous assistons à l'effondrement du mark, suivi de la déclaration d'insolvabilité du Reich ; à une nouvelle tension franco-britannique tant à Washington qu'au sujet des affaires allemandes (voyage de Stinnes à Londres,...), cette tension ne s'atténuant qu'au cours de décembre (conversations Briand-Loucheur-Berthelot à Londres : la date d'ouverture de la Conférence de Cannes est fixée au 6 janvier).

Ce quatrième trimestre est dominé par l'ouverture de la Conférence de Washington et par la manœuvre de l'Angleterre, à cette occasion, sur le marché du change (voir plus loin : « Interprétation »).

Notons qu'au début de Novembre, la Banque d'Angleterre ramène à 5 % son taux d'escompts.

B) PRIX DE GROS.

Nous enregistrons une baisse continue au cours de l'année 1921, l'index intérieur passant de 251 à 171 entre janvier et décembre.

— Dans la première partie de l'année, elle coïncide avec la baisse de l'index américain et avec celle de l'index français.

Quant à l'allure du mouvement, elle est comparable pour la Grande-Bretagne et pour les Etats-Unis, à condition de faire intervenir toujours un décalage de 2 à 3 mois : la baisse rapide cesse pour les Etats-Unis et est suivie par une baisse progressivement ralentie à partir de décembre 1920-janvier 1921 ; nous pouvons faire la même remarque pour la Grande-Bretagne, la modification se produisant en mars.

L'écart entre l'indice des importations et l'index intérieur anglais, important en fin 1920 ($302-265 = 37$ points), reste notable jusqu'en mai 1921 ($205-184 = 21$ points) ; la hausse de la livre devrait tendre à l'augmenter encore, mais elle est compensée par une différence générale d'allure entre les index intérieurs (la baisse anglaise étant plus rapide) et par le ralentissement précoce de la baisse américaine.

— Dans la seconde partie de l'année, il y a palier aux Etats-Unis et des courants de hausse en France ; la baisse ne continue qu'en Grande-Bretagne, où elle s'accroît même dans le 4^e trimestre.

Il est remarquable qu'à partir d'août, l'index intérieur anglais est très voisin de l'indice des importations qui l'a d'ailleurs dépassé depuis juillet (en juillet, les deux chiffres ont coïncidé, à la cote 198).

On constate de même que, par suite de la hausse de la livre compensant pour partie la baisse des prix intérieurs, l'index-or anglais s'est maintenu dans le voisinage de l'index intérieur américain, étant passé d'ailleurs au-dessous de cet index depuis juillet également.

La conséquence importante des gros mouvements dans les prix en 1920 et 1921 est la *baisse considérable de l'index américain et de l'index-or anglais à la fin de 1921*, et le rapprochement de ces index et de l'index-or français, l'index-or allemand seul continuant à être très inférieur à tous les autres, par suite de la baisse vertigineuse du mark. Ainsi l'index américain oscille, dans le dernier trimestre 1921, entre 149 et 152 ; l'index-or anglais, entre 143 et

147; l'index-or français entre 126 et 137 (l'index-or allemand entre 55 et 80).

Comme point final :

— L'index intérieur anglais atteint 171 en décembre 1921, alors que le minimum précédent était, en mai 1919, de 236.

— L'index-or anglais atteint 143 en novembre 1921 (et 147 en décembre), alors que le minimum précédent était, en février 1920, de 218.

— L'indice des importations atteint 173 en décembre 1921, alors que le minimum précédent était de 201, en février 1919, époque à laquelle le change était artificiellement maintenu au voisinage du pair.

C) INFLATION

Au cours de l'année 1921, nous observons une réduction sensible de l'inflation dont le chiffre représentatif, parti de 390 en décembre 1920, est tombé brusquement à 365 en janvier 1921 et atteint un minimum de 335 en octobre; il se relève légèrement en fin d'année et se trouve à 350 en décembre 1921.

— *Entre décembre 1920 et janvier 1921 les variations sont les suivantes :*

Chiffre représentatif : de 390 à 365;

Encaisse. — Sensiblement invariable, au chiffre de 128 millions 1/4 de livres;

Circulation bancaire. — En diminution, passant d'un maximum de 134 millions 1/2 le 22 décembre 1920 à un minimum de 128 millions 1/2 (à peine supérieur à l'encaisse) le 26 janvier 1921;

Currency Notes. — Grande diminution de 365 millions à 340 millions.

Il y a là un effort analogue à celui de décembre 1919-février 1920, mais ne portant pas sur l'encaisse, et réalisant sur la

circulation une diminution globale de $15 + 6 = 23$ millions (contre $29 - 3,5 = 26,5$ millions en 1919-1920).

— *Entre janvier et mars 1921*, il y a une oscillation, avec retour sensiblement au point de départ :

Chiffre représentatif : 365 en janvier et en mars contre 360 en février ;

Encaisse. — Stationnaire (relèvement insignifiant du niveau au milieu de février) ;

Circulation bancaire. — Part de 128 millions $1/2$ le 26 janvier 1921 pour aboutir à près de 130 millions le 30 mars, après avoir passé par un minimum de 127 millions $1/2$ le 23 février ;

Currency Notes. — De 340 millions en fin janvier à 341 millions $1/2$ en fin mars, après avoir passé par 333 millions $1/2$ en fin février.

— *Entre mars et octobre 1921*, réduction continue sauf un palier entre juin et juillet :

Chiffre représentatif. — Passe de 365 en mars à 335 en octobre par une diminution continue de 5 points par mois, sauf entre juin et juillet ;

Encaisse. — Augmentation très peu importante, continue d'ailleurs, sauf entre juin et juillet ; passe de 128 millions 348 en fin mars à 128 millions 424 en fin décembre (*pratiquement 128 millions $1/2$*) ;

Circulation bancaire. — Oscille entre 129 millions 905 (le 23 mars) et 123 millions 684 (le 19 octobre) avec tendance générale à la baisse ; le chiffre final est, en fin octobre, de 124 millions environ, soit de 4 millions $1/2$ inférieur à l'encaisse ;

Currency Notes. — En diminution constante, sauf entre juin et juillet, passant de 342 millions $1/2$ fin mars à 309 millions $1/2$ fin octobre, chiffre qu'elle avait constamment dépassé depuis fin janvier 1919. La diminution est de 32 millions en 8 mois, soit en moyenne de 4 millions par mois,

— *Entre octobre et décembre 1921*, mouvement vers une nouvelle augmentation :

Le *chiffre représentatif* passe de 335 en octobre à 340 en novembre et 350 en décembre ;

L'*encaisse* ne varie pas sensiblement, passant de 128 millions 414 fin octobre à 128 millions 434 fin décembre, restant pratiquement à 128 millions 1/2 ;

La *circulation bancaire*, après avoir commencé à baisser au début de novembre, remonte ensuite et atteint 126 millions 1/2 fin décembre, soit de 2 millions seulement inférieure à l'encaisse (augmentation de 2 millions 1/2 sur fin octobre) ;

La *circulation des Currency Notes* augmente de 1 million seulement entre octobre et novembre, de 13 millions entre novembre et décembre, atteignant de nouveau près de 324 millions (chiffre qu'elle avait d'ailleurs constamment dépassé entre mars 1919 et juin 1921).

INTERPRÉTATION.

La caractéristique de l'année 1921, c'est la recherche des débouchés.

Elle date, à vrai dire, du 2^e semestre 1920, mais l'effet de la surprise, l'incertitude sur la durée de la crise, la brusquerie de son apparition n'avaient pas permis à une ligne de conduite nettement définie de se dessiner ; nous avons simplement constaté que la stabilisation de la livre à un niveau relativement bas avait dû être tolérée, sinon même encouragée par les milieux britanniques ; il était tout naturel que le change intervienne à ce moment : d'une part, c'est l'élément le plus mobile et sur lequel il est le plus facile d'exercer une action qui puisse cesser rapidement ses effets si la cause venait subitement à disparaître ; d'autre part, la rapidité de la baisse des prix intérieurs américains était telle qu'il n'était pas possible de rattraper le décalage de 2 mois au départ par une allure très accélérée de la baisse des prix intérieurs anglais.

Mais cette action sur le change n'était qu'un pis-aller ; elle ne se justifiait plus dès lors que la crise se prolongeait et prenait l'aspect d'une phase économique.

Or le ralentissement dans la baisse des prix intérieurs américains, commencé en décembre 1920 et accentué dans les mois suivants, fournit l'occasion d'une *nouvelle modalité d'action sur l'index-or*. Il est frappant de constater que, dès fin décembre 1920, se dessine une reprise de la livre et que cette reprise s'accroît au cours de janvier 1921 ; elle forme ainsi le pendant de la baisse américaine.

Toutefois, étant donné la mobilité du change, sa reprise débute plus brutalement que le ralentissement dans le mouvement des prix. Aussi l'index-or anglais et l'index américain se dissocient-ils en décembre 1920, l'écart atteignant 27 points (index-or anglais : 216, index américain : 189) contre 15 points seulement en novembre.

Dès janvier, cet écart est ramené à 14 points ; il est successivement de 17 points en février, 10 points en mars, 14 points en avril et 17 points en mai ; puis il tombe brusquement à 7 points en juin et se renverse définitivement à partir de juillet.

Ainsi la nouvelle orientation de l'effort britannique n'a porté ses fruits qu'au milieu de l'année 1921, la baisse américaine s'arrêtant tandis que celle des prix anglais continue ; mais à ce moment, et malgré une légère lourdeur du change par rapport aux mois précédents, le résultat obtenu est beaucoup meilleur que celui du 2^e semestre 1920 : l'index-or anglais est devenu inférieur à l'index-américain ; il est très rapproché de l'index français ; tandis que le niveau de la livre est à peine inférieur aux cotes les plus favorables qui aient été atteintes depuis 1919 (au cours des 1^{er} semestres 1920 et 1921).

Un autre aspect de la recherche des débouchés est celui qui résulte de la comparaison entre l'index intérieur anglais et l'indice des importations ; suivant que le second est inférieur ou supérieur au premier, le consommateur anglais aura avan-

tage à s'adresser pour l'acquisition des produits similaires soit au marché mondial (américain), soit au marché anglais. Or, la comparaison de ces 2 éléments donne des résultats semblables aux précédents. Jusqu'en mai 1921, la reprise de la livre s'accomplit sans que l'écart entre les 2 éléments soit sensiblement modifié; en décembre, il était passé brusquement à 37 points (contre 21 points en novembre) par suite de la reprise précoce de la livre; en janvier 1921, il retombe à 19 points; il reste aux environs de ce chiffre jusqu'en mai (21 points en février, 12 en mars, 17 en avril, 21 en mai). Il tombe brusquement à 11 points en juin, à 0 en juillet et se renverse ensuite définitivement. Nous pourrions reproduire ici les conclusions précédemment formulées au sujet de l'index-or.

Eclairés maintenant sur les conséquences des différents mouvements au point de vue — capital à l'époque — des débouchés de la production anglaise, tant sur le marché mondial (dont le marché américain est le centre) que sur le marché intérieur, nous pouvons revenir à l'étude de chacun des éléments.

— *La hausse rapide de la livre*, commencée dans la deuxième moitié de décembre 1920, accentuée au début de janvier 1921, et prolongée jusqu'à mi-février, ramène la prime de l'or au niveau de 125, le niveau moyen du 2^e trimestre 1920, constamment dépassé depuis lors. Nous considérons cette hausse comme un réajustement du niveau de la livre maintenu précédemment (au cours du 2^e semestre 1920) à un taux artificiellement bas : les arbitrages et suppléments de créances qui encombraient le marché international sous forme de traites en livres, au début de la crise, se sont liquidés peu à peu; surtout il y a eu la réaction des milieux britanniques, dont nous venons d'étudier les causes et les effets.

La part de l'effort dirigé est indéniable : il n'y a pas eu adaptation automatique de l'index-or et de l'index-américain ou de l'index intérieur et de l'indice des importations; nous avons vu en effet que la hausse de la devise a été plus rapide que le

rapprochement des indices et qu'elle a d'abord causé une accentuation de leurs écarts.

L'effort britannique est encore témoigné par l'action du Gouvernement sur l'inflation entre décembre 1920 et janvier 1921. (Quant à la coïncidence de cet effort avec la fin de l'année, comme précédemment en fin 1919-commencement 1920, et à son commentaire, voir la « Situation Générale », chapitre I de la Section III).

— Le niveau de la prime se trouve consolidé aux environs de 125 en février et en mars ; il va même baisser encore légèrement en avril et mai.

Cherchons tout de suite quelles conclusions il est possible d'en tirer au sujet de la dévalorisation de la livre à cette époque.

Nous avons constaté un décalage de deux à trois mois entre les mouvements des prix intérieurs américains et anglais ; nous pouvons comparer l'index américain de février (167), où se marque un ralentissement très notable de la baisse, avec l'index anglais d'avril (209) ; leur rapport est de : $\frac{209}{167} = 125$.

La coïncidence de ce rapport et de la prime du dollar est remarquable.

Nous pouvons donc conclure, avec non moins de netteté qu'au cours du 1^{er} trimestre 1920, à une dévalorisation de la livre égale au 1/4 de sa valeur.

Ainsi, alors qu'il y avait des causes spéciales de dévalorisation au cours du 2^e semestre 1920, au cours du 1^{er} trimestre 1921 la crise continue, mais son intensité a diminué et le marché britannique a pu se réadapter tant bien que mal aux nouvelles conditions économiques ; de plus, la diminution très notable de l'index-or a pu compenser en partie la gêne résultant du resserrement général des débouchés. D'autre part, l'effort fiscal de la Grande-Bretagne s'est continué et son effet devient de plus en plus sensible ; à cet effort se rattache la réduction de l'inflation obtenue à la fois par une augmentation de l'encaisse-or et une diminution de la circulation ; à situation économique égale, la situation monétaire devrait donc

être très améliorée, par rapport au début de 1920; à situation économique un peu inférieure, il est admissible que la situation monétaire soit sensiblement la même.

Admettant une dévalorisation de la livre égale au 1^{er} semestre 1920 et au 1^{er} semestre 1921, nous en tirons encore cette conclusion que cette dévalorisation n'est pas dans un rapport quantitatif avec le chiffre de l'inflation; elle peut dépendre dans une certaine mesure de ce chiffre, mais elle dépend en outre d'un grand nombre d'autres facteurs, facteurs monétaires et aussi facteurs économiques proprement dits; ces influences ne résultent pas de la spéculation sur la devise (voir chapitre précédent) — l'absence d'oscillations du change en témoigne —; cette spéculation n'aurait d'ailleurs pas d'influence directe sur le rapport des index.

— Quant au relèvement lent et régulier accusé par le palier du change en avril et mai, il coïncide avec un relèvement beaucoup plus considérable du change français, au moment où la situation politique semble nettement s'éclaircir. Il est d'autant plus remarquable que les demandes du Commerce commencent à réapparaître, les stocks s'épuisant. Nous pensons que des achats de devises sont effectués en sous-main pour le compte du Gouvernement allemand en prévision des versements à effectuer (même action sur le franc, mais amplifiée comme d'ordinaire par la spéculation).

Notons que la Banque d'Angleterre en profite pour réduire au courant d'avril son *taux d'escompte* de 7 à 6 1/2 %, poussant ainsi les capitaux à se libérer et à s'employer sur le marché en valeurs de placement. Cette action va se continuer, parallèlement à la réduction de la circulation: fin juin, le taux est ramené à 6 %, et mi-juillet à 5 1/2 %, corrélativement avec la baisse de l'intérêt des dépôts en Banque (ramené à 3 1/2 % en mi-juillet); au début de novembre, le taux d'escompte est ramené à 5 %, et cela malgré les vicissitudes du change, que nous allons passer en revue; courageusement la Grande Bretagne cherche la reprise des affaires plutôt que l'amélioration

immédiate de la devise ; nous retrouvons toujours la même méthode d'intervention, intelligente, à vues d'avenir et constamment adaptée à la situation économique du moment.

— La chute de la devise du 24 mai au 2 août est en relation avec les premiers versements importants de l'Allemagne qui causent un gros trouble sur le marché impressionnable des changes. La Commission des Réparations a prévu que les règlements s'effectueraient en dollars ; l'Allemagne doit par conséquent convertir ses devises étrangères de toutes natures (nous avons vu en effet, à propos de l'Allemagne, qu'elle avait utilisé, tout au moins au début de ses versements, les devises étrangères beaucoup plus que les marks et nous venons de voir qu'elle a dû approvisionner des livres et des francs en prévision de ces versements) ; la conséquence est de provoquer une demande anormale de la devise américaine et de faciliter les opérations du Trésor américain, et non celles des Trésors alliés. La hausse du dollar se traduit par la chute de la livre et la chute du franc, sensiblement du même ordre de grandeur : du 24 mai au 7 juin, la prime sur la livre passe de 121 à 128, soit une hausse de 7 points, et une hausse relative de $\frac{7}{125} = 5,6 \%$; dans le même temps, la prime sur le franc passe de 225 à 239, soit une hausse de 14 points et une hausse relative de $\frac{14}{232} = 6 \%$.

Mais l'Allemagne a subi elle-même le contre-coup de la hausse du dollar ; aussi dès le commencement de juin cherche-t-elle à opérer directement sur les devises neutres, qui manifestent des mouvements indépendants ; du 7 juin au 2 juillet, elle procède ainsi à des versements successifs dont le total atteint une cinquantaine de millions de marks-or.

La Commission des réparations a admis que les versements pourraient être, pour juin et « à titre d'essai », effectués en monnaies européennes au cours du jour.

Les résultats obtenus sont favorables ; la livre et le franc accusent un palier, plus net cependant pour celui-ci que pour celle-là.

Mais, au début de juillet, ces devises enregistrent simultanément

ment une nouvelle chute brutale ; elle est encore du même ordre de grandeur entre le 4 et le 11 juillet : 4 points de hausse pour la prime sur la livre, ce qui représente, avec une valeur ; moyenne de 132, une augmentation de $\frac{4}{132} = 3 \%$ environ. 8 points pour la prime sur le franc ce qui représente, avec une valeur moyenne de 245, une augmentation de $\frac{8}{245} = 3,25 \%$

Si nous considérons l'ensemble du mois de juillet, le franc remonte légèrement (la prime passant de 249 à 248 entre le 11 et le 26 juillet) tandis que la livre continue à baisser. Le mouvement brusque de chute du franc au début d'août (la prime correspondante haussant de 5 points pour atteindre 253) est un pur mouvement de spéculation (compensé dès la semaine suivante), alors que la livre continue simplement son mouvement des deux dernières semaines, la prime atteignant 137 contre 134 le 11 juillet.

Pour l'ensemble du mois de juillet, nous arrivons aux conclusions suivantes :

a) la livre est proportionnellement un peu plus atteinte que le franc ($\frac{134}{7} = 5,2 \%$ de baisse sur la livre ; $\frac{247}{12} = 4,8 \%$ de baisse sur le franc.

b) la livre doit être encore plus directement atteinte que ne le ferait croire la simple comparaison des 2 chiffres précédents, les mouvements du franc étant constamment exagérés par la spéculation.

c) le mouvement du franc est beaucoup plus irrégulier que celui de la livre ; il n'est même pas constamment dans le même sens ; il semble donc que non seulement la spéculation intervient pour le franc sans intervenir efficacement pour la livre, mais encore qu'elle a une action *prépondérante* sur les mouvements du franc, surtout dans la 2^e partie du mois de juillet.

Voici comment nous pouvons dès lors expliquer le mouvement de juillet : la baisse du 4 au 11 suit immédiatement un versement important (44 millions de marks-or) ; or, au courant du mois de juin, l'Allemagne a effectué des opérations succes-

sivement sur un certain nombre de places, en agissant par à-coups brusques et aussi imprévus que possible (voir « Allemagne ») ; il est donc normal qu'au début de juillet elle fasse de nouveau porter soudain son effort sur la place de New-York, provoquant un bond du dollar. De plus, nous avons exposé, à propos de l'Allemagne, les raisons pour lesquelles nous pensons que celle-ci a manœuvré le marché, et spécialement le franc et la livre ; une manœuvre de cet ordre, au moment du versement de fin juin, paraît très vraisemblable (l'Allemagne ayant usé de la faculté qui lui était offerte par la Commission des réparations, le résultat a été que, dans le courant de juin, les devises alliées se sont maintenues fermes, tandis que la baisse du mark, elle, continuait à peu près uniformément ; les Alliés semblaient les seuls à avoir profité des nouvelles modalités de paiement).

Mais, de même que précédemment pour les devises neutres, le bond du dollar est tout momentané : dans la semaine suivante, il est suivi par une avance de l'ensemble des devises neutres et même par une légère reprise du franc. Par contre, dans cette même semaine du 11 au 26 juillet, nous enregistrons une baisse lente de la livre qui se poursuit même jusqu'au 2 août ; elle sera d'ailleurs suivie d'une hausse constante jusqu'à la fin de l'année, alors qu'au contraire la légère reprise du franc est éphémère.

Tout d'abord la multiplication des opérations de conversions auxquelles le marché n'était pas préparé a dû créer, surtout au début, une masse flottante de traites en livres, dont la liquidation ne se fait que peu à peu ; tant que celle-ci n'est pas terminée, il y a encombrement sur le marché et inflation artificielle, dans le genre de celle que nous avons constatée au cours du 2^e semestre 1920.

Par ailleurs, au cours du mois de juillet, le moment serait mal choisi pour tenter un rétablissement de la livre, le marché des changes étant encore troublé par les opérations relatives aux versements allemands ; la Grande-Bretagne préfère se

servir des devises américaines et neutres que ces versements mettent à sa disposition pour procéder sur le place des Etats-Unis à d'importants achats de matières premières (elle escompte une reprise prochaine du travail à la suite de la paralysie des affaires, que la longue grève des mineurs a encore aggravée) et de céréales (qui lui seront nécessaires au cours de l'hiver, surtout étant donné la sécheresse qui s'accroît), et pour procéder immédiatement au règlement de ces achats dans une forte proportion ; la Banque d'Angleterre favorise cette tendance par des réductions successives du taux d'escompte, incitant ainsi les capitaux à se libérer et à s'employer ; et le Gouvernement britannique de son côté suspend momentanément les retraits de Currency Notes et l'accroissement de l'encaisse (palier de juillet sur l'inflation). (De la part de la France, nous ne constatons pas la même prévoyance ; aussi le franc ne s'alourdit-il pas continûment comme la livre ; mais l'avenir n'est pas dégagé, comme il le sera pour celle-ci).

Enfin les règlements extérieurs de la Grande-Bretagne sont alourdis à cette époque par le remboursement des obligations 5 1/2 %.

— A partir du 2 août nous observons une amélioration du change presque constante, quoique irrégulière, dont l'allure générale ira en s'accroissant vers la fin de l'année et qui commence par une assez brusque reprise. Cette hausse a des causes d'ordre général, dont l'importance et l'effet ne se manifestent pas immédiatement, mais iront grandissant jusqu'à la fin de l'année, et des causes d'ordre spécial dont l'effet est temporaire et qui forment le pendant de celles que nous avons analysées à l'occasion de la baisse précédente.

Analysons d'abord les causes d'ordre spécial : les approvisionnements de l'Allemagne vont continuer pendant tout le mois d'août, mais ils s'opèrent maintenant d'une façon à peu près continue et le marché, agencé en conséquence, n'en subit plus d'à-coups sérieux ; d'ailleurs, les possibilités de manœuvre du Gouvernement allemand diminuent, au fur et à mesure

que s'épuisent ses disponibilités en valeurs étrangères et que la continuité des opérations laisse une moins grande place aux effets de la surprise et de l'imprévu ; de plus nous avons vu que d'importants crédits sont consentis à l'Allemagne, facilitant les versements et diminuant leur répercussion immédiate ; enfin l'Allemagne se résigne à utiliser une partie de son encaisse-or, réduisant d'autant les achats de devises.

Dès lors que les causes de perturbation provenant du mécanisme même des opérations sur le marché ont disparu, les approvisionnements de l'Allemagne en devises étrangères de toutes natures doivent favoriser la hausse du change britannique pendant le mois d'août, comme ils ont facilité la tenue du change français ; en effet, après le dernier versement du 31 août, la hausse du change anglais s'enraye (pour ne reprendre nettement qu'au début d'octobre), tandis que le franc de son côté reprend son mouvement de baisse. C'est même sans doute à un approvisionnement brusque de l'Allemagne en devises alliées que l'on peut attribuer la brusquerie de la reprise sur la livre entre le 2 et le 9 août, analogue à un mouvement spéculatif et suivie d'une légère réaction entre le 9 et le 16 ; nous observons, en effet, des oscillations plus importantes, mais aussi difficilement explicables, sur le franc à la même époque.

Quant au mouvement analogue entre le 4 et le 18 octobre, suivi d'une légère réaction entre le 18 et le 25, il correspond certainement à un mouvement de spéculation, celle-ci se manifestant d'ailleurs à la même époque sur le franc et sur le mark ; il doit porter principalement, pour la Grande-Bretagne, sur les traites en livres dont le marché a été encombré dans la période précédente et dont l'écoulement s'opère par mouvements brusques ; il peut d'ailleurs être le fait des acheteurs de matières premières, et non de spéculateurs proprement dits.

Passons aux causes générales :

— Les versements allemands ont apporté des disponibilités qui, les premiers chocs amortis, doivent influencer favorable-

ment sur la situation monétaire et même sur la situation économique des alliés ; de plus, au milieu d'août, interviennent les décisions de la Commission des réparations et de la Conférence financière interalliée qui, bien que contestées par le Gouvernement français, accordent à la Grande-Bretagne la part du lion dans l'attribution des versements allemands (voir l'étude sur la « France » à ce sujet).

— Les achats de céréales pour le reste de l'année ont été réglés en grande quantité au courant de juillet ; ces règlements diminuent d'importance dès août et septembre, mais ils contribuent encore à ralentir la hausse pendant cette période ; ils sont pratiquement achevés en octobre.

— Les achats de matières premières, qui étaient apparus en mai et s'étaient arrêtés brusquement en fin mai et juin, dans la période trouble des changes, ont également repris sérieusement en juin et ont dû être réglés en grande partie à ce moment, en profitant des disponibilités ; ils continueront avec intermittence jusqu'en octobre ; en août et en septembre ils concourront au ralentissement de la hausse.

— Notons encore l'amélioration générale de la situation économique et financière de la Grande Bretagne, dont il est traité par ailleurs, et la continuité de l'effort britannique qui se traduit en particulier par la réduction constante de l'inflation jusqu'en octobre inclus.

— Enfin de la baisse persistante des prix intérieurs anglais, alors que celle des prix américains est arrêtée, il résulte que, malgré la hausse constante de la livre, l'index reste constamment, à partir d'août, au-dessous de l'indice des importations et l'index-or, au-dessous de l'index intérieur américain.

— Pour terminer l'examen du change anglais en 1921, il nous faut signaler que l'accentuation très rapide dans la hausse de la livre, du 29 novembre au 20 décembre, est anormale et due certainement à une manœuvre politique du Gouvernement britannique contre le dollar, pour influencer les débuts de la Conférence de Washington (voir plus loin).

— En ce qui concerne les *prix de gros*, leur mouvement est sensiblement celui des prix américains avec un décalage de deux ou trois mois jusqu'en juin. En juin, la baisse s'arrête aux Etats-Unis (cote 150) ; les prix américains sont en palier jusqu'en juillet, remontent légèrement et finissent à la cote 149 en décembre. De juin à août ou septembre, on peut expliquer assez facilement la continuation de la baisse anglaise par un décalage sur le mouvement américain, analogue à celui que nous avons constaté précédemment ; il faut remarquer que d'avril à septembre la baisse anglaise est plutôt lente (3 à 4 points par mois ; soit, sur un niveau moyen de 200, une variation mensuelle de 2,5 à 2 %). La situation économique sur le marché mondial, dont l'Amérique est le pôle, est en effet caractérisée par un resserrement persistant de la consommation, mais aussi par une adaptation de la production à cet état de fait.

Il est cependant surprenant qu'entre juin et septembre les producteurs et les commerçants britanniques n'aient pas profité de la hausse sur les importations, résultant de l'alourdissement du change, pour relever arbitrairement leurs prix de vente et augmenter leurs bénéfices (ainsi que nous le voyons faire en Allemagne et en France dans des circonstances analogues). Il y a lieu de conclure à un état d'esprit spécial au milieu britannique qui considère comme capitale la question des débouchés et préfère réduire momentanément son profit pour se les assurer et même tenter de les enlever au marché américain ; la Grande Bretagne considère dès 1921 la reprise des affaires comme la seule voie de salut pour l'Europe et pour le monde ; nous savons par la dure leçon de l'expérience à quel point cette conception a réagi sur la politique des réparations, le recouvrement de la créance alliée ayant été délibérément sacrifié aux nécessités du « rétablissement économique » de l'Allemagne. Cette conception est égoïste, mais, sous ce jour, très défendable, étant donnée la spécialisation de l'activité britannique. La répercussion du change sur les

prix intérieurs a été amortie également pour un autre motif qui psychologiquement n'est d'ailleurs pas sans relation avec le précédent; le Gouvernement a certainement utilisé très largement, pour le ravitaillement de l'année, les devises américaines et neutres provenant des versements allemands; nous avons déjà eu l'occasion de le signaler, en notant que d'importants règlements d'importations ont été effectués lors de ces versements; l'augmentation de l'encaisse a été suspendue de son côté entre juin et juillet, cette suspension correspondant vraisemblablement à une utilisation d'or sur le marché extérieur. Il est possible qu'en sous-main le Gouvernement ait facilité de même les achats de matières premières, de coton....; et, même s'il n'est pas intervenu efficacement dans ces règlements commerciaux, son action au sujet du ravitaillement a réagi indirectement sur eux, en réduisant la demande de change sur la place et en permettant aux industriels et commerçants britanniques de mettre à profit, sans être concurrencé par l'Etat, toutes les offres de crédits américains.

— Il nous faut parler maintenant de l'accélération dans la baisse des prix intérieurs de septembre à novembre inclus : elle a été favorisée par la réduction continue de l'inflation de mars à octobre, d'autant plus que cette réduction a porté essentiellement sur le chiffre de la circulation; elle a été favorisée également par la hausse du change depuis le début d'août; enfin par une tendance générale à la baisse, manifestée en fin d'année par les prix américains et les prix français. Il n'en reste pas moins que les mouvements des prix sont tels que l'écart des indices reste en faveur de la Grande-Bretagne et sensiblement constant. Et nous pensons que, pour cette période encore, c'est la fin qui justifie les moyens et qui met en relief l'action des milieux britanniques.

L'effort se complète par l'élaboration d'une politique protectionniste de plus en plus accentuée qui n'est d'ailleurs pas spéciale à la Grande-Bretagne (les Etats-Unis en particulier

l'ont précédée dans cette voie); en août 1921 est voté l'Anti-dumping bill qui, sous prétexte de défense contre les devises dépréciées, institue en fait une très lourde taxe sur les importations.

— Enfin, tout à fait en fin d'année, nous assistons à des mouvements du change, de l'index et de l'inflation simultanément anormaux et qui ne doivent pas être sans relation entre eux; c'est le fait, exceptionnel dans l'histoire économique de la Grande-Bretagne entre 1918 et 1922, d'une manœuvre nettement politique au début de la Conférence de Washington; cette manœuvre se dessine dès octobre et se traduit par une faible accentuation des émissions en octobre et novembre; puis brusquement la circulation fait un bond important, entre novembre et décembre, de 13 millions en un mois (augmentation qui dépasse celle que justifieraient les échéances de fin d'année). Egalemeut au début de novembre, la Banque d'Angleterre réduit une nouvelle fois le taux de l'escompte, le ramenant à 5 %; c'est une tentative de mobilisation de capitaux. Les Banques de Londres préparent très nettement le mouvement sur la place pendant le mois de novembre. La spéculation se déclenche enfin brusquement et la livre hausse constamment jusqu'au 13 décembre, pour retomber légèrement ensuite. La baisse des prix anglais, elle, se ralentit par contre-coup en novembre et décembre, mais elle a une avance suffisante pour que les écarts entre les indices restent favorables à la Grande-Bretagne, tout en se réduisant à très peu de chose.

Il nous reste à dire un mot de l'inflation au cours de l'année 1921 :

— A part l'oscillation du début, suivant immédiatement la réduction importante entre décembre 1920 et janvier 1921, et qui aboutit à la consolider en mars — et l'augmentation exceptionnelle de novembre-décembre 1921 tendant en partie à une manœuvre politique — la caractéristique de l'année est une diminution constante, portant essentiellement sur

une réduction de la circulation. La baisse constante des prix a certainement facilité cette diminution, qui inversement a du réagir sur l'allure de la baisse.

— Dans la deuxième partie de 1921, le change n'a pas une stabilité suffisante et les mouvements des prix anglais et américains ont des allures trop différentes pour que nous puissions en tirer des conclusions au sujet de la dévalorisation de la livre ; nous pouvons supposer seulement que cette dévalorisation tend à se réduire entre la fin du 1^{er} trimestre 1921 (dernière époque où une évaluation de son ordre de grandeur a été possible) et le quatrième trimestre 1921 : sans même parler des mouvements anormaux de fin novembre et décembre, la prime tend vers un niveau inférieur à 125 ; quant à l'écart entre les prix anglais et américains, il diminue progressivement et — sa part étant faite à l'action délibérée des milieux britanniques en faveur de la baisse — il n'est pas niabile que ce rapprochement est en harmonie avec l'évolution de la situation économique, et particulièrement de la situation monétaire.

CONCLUSION

1^o *Les prix de gros*, pendant la première partie de l'année, suivent dans leur ensemble le mouvement mondial tenant aux conditions économiques de la production, commandées elles-mêmes par le resserrement de la consommation ; ils ne paraissent pas affectés, ni dans leurs variations, ni dans leur niveau, par les variations de l'inflation et du change. On retrouve le décalage de 2 à 3 mois entre le premier ralentissement de la baisse américaine (décembre 1920-janvier 1921) et celui de la baisse anglaise (mars 1921) — quoique dès ce moment les allures des deux mouvements deviennent plus difficilement comparables.

2^o Dans la seconde partie de l'année, les prix de gros con-

tinuent d'abord leur mouvement, alors que les prix américains marquent un arrêt et même une légère hausse — puis accélèrent leur baisse, alors que les prix américains ne marquent que timidement une nouvelle reprise de cette tendance. La réduction constante de la circulation entre mars et octobre, puis la hausse de la livre à partir d'août facilitent sans doute le mouvement. Mais celui-ci tient essentiellement à l'action des milieux britanniques qui tendent avant tout à enlever les débouchés et préfèrent réduire leur profit immédiat, pour permettre *plus rapidement la reprise des affaires*.

C'est le résultat obtenu, c'est-à-dire le renversement des écarts entre l'index intérieur et l'indice des importations, entre l'index-or et l'index américain — renversement intervenu au milieu de l'année et maintenu pendant toute la deuxième partie de 1921 — qui explique les mouvements des prix et la tendance générale du change. Nous avons déjà constaté un effort analogue dans le deuxième semestre 1920, mais il n'avait pu porter encore ses fruits et les milieux britanniques s'étaient résignés à subir alors un niveau défavorable du change, pour que tout au moins les débouchés ne leur fussent pas enlevés par les Etats-Unis.

Cet effort se complète par l'élaboration d'une *politique protectionniste* qui d'ailleurs n'est pas spéciale à la Grande-Bretagne.

Il est secondé par le Gouvernement britannique qui vise au rétablissement progressif de la situation monétaire : déflation, utilisation intensive des devises procurées par les versements allemands, réduction progressive du taux de l'escompte (tendant à la mobilisation des capitaux et à la diminution des frais généraux).

3°. *L'inflation*, sauf le ressaut du début qui aboutit à une consolidation — et sauf l'augmentation anormale de fin d'année (Conférence de Washington) — marque une diminution constante, portant essentiellement sur la circulation. Cette diminution a été facilitée par la baisse des prix et inversement a réagi sur l'allure de cette baisse. Elle a dû contribuer

à réduire la dévalorisation de la livre entre le début et la fin de l'année. Quoi qu'il en soit, elle est l'un des aspects de l'effort continu vers l'assainissement monétaire.

4°. Au début de l'année, le *change* tend à retrouver son niveau moyen du deuxième trimestre 1920, constamment dépassé depuis lors, et correspondant à la cote 125 environ pour la prime du dollar. Ce réajustement est justifié par la disparition progressive des causes perturbatrices intervenues au début de la crise économique, en mi-1920; il est favorisé par l'action du Gouvernement et des milieux britanniques.

Le rapport des index américains et anglais à cette époque, en faisant intervenir le décalage de trois mois qui sépare les époques où nous constatons respectivement pour l'un et pour l'autre un ralentissement notable de la baisse, donne également le chiffre de 125.

Nous pouvons donc admettre, avec non moins de netteté que dans le deuxième trimestre 1920, une *dévalorisation de la livre égale au 1/4 de sa valeur*, pour la période février-avril 1921. Nous en concluons, entre autres, que la dévalorisation de la devise n'est pas dans un rapport quantitatif avec le chiffre de l'inflation.

5°. Le relèvement lent et régulier du palier de la livre en avril et en mai nous semble par contre artificiel, et dû à des achats de change effectués en sous-main par le Gouvernement allemand; c'est un des rares cas où nous constatons un mouvement de cet ordre sur la devise anglaise et encore n'est-il pas dû à la spéculation proprement dite. (Mouvement analogue sur le franc, mais très amplifié, lui, par la spéculation).

6°. La chute de la livre du 24 mai au 2 août, par à-coups, correspond d'abord à une *hausse du dollar* (conséquence de l'obligation imposée à l'Allemagne de se libérer en or); il est suivi d'une accalmie en juin, par la double raison que l'Allemagne porte ses efforts sur les devises neutres au pair de l'or et que la faculté lui est accordée de se libérer en devises alliées au cours du jour; le second choc, encore ressenti sen-

siblement dans la même proportion par la livre et par le franc (hausse du dollar), traduit un nouvel achat brusque de devises sur la place de New-York (répartition de l'effort allemand sur les différentes places et manœuvre vraisemblable de l'Allemagne contre les devises alliées).

A partir du 11 juillet, ce n'est plus une hausse du dollar que nous constatons, mais une baisse lente et continue du change anglais; elle tient à l'encombrement du marché extérieur par les traites en livres (multiplication des opérations de conversion auxquelles le marché n'était pas préparé) et aux règlements effectués par le Gouvernement et les milieux britanniques qui, trouvant le moment mal choisi pour travailler à un rétablissement du change, préfèrent soulager le marché en vue de l'avenir immédiat.

7°. A partir d'août, mouvement de hausse presque constant, quoique irrégulier, de la livre.

Comme causes spéciales, d'effet immédiat, la suppression des facteurs de trouble précédemment signalés (adaptation du marché, large intervention du crédit, puis arrêt des versements allemands en fin août); d'où baisse du dollar et, spécialement pour la livre, liquidation des traites flottant sur le marché.

Comme causes générales dont l'effet, non immédiat, s'accroît par contre progressivement : disponibilités provenant des versements allemands (décisions de la Commission des Réparations et de la Conférence financière interalliée); liquidation progressive des règlements de céréales et matières premières; amélioration de la situation économique, baisse persistante des prix et continuité de l'effort britannique.

8° La fin de l'année marque une manœuvre très nette du Gouvernement et des Banques de Londres, dans un but politique, au début de la Conférence de Washington; elle est exceptionnelle dans l'histoire économique de la Grande-Bretagne, que nous terminons ici, et sort complètement du cadre normal de l'effort britannique; elle est moins intéressante pour nous et nous renvoyons à ce qui a été dit sur ce sujet en terminant l'« Interprétation ».

CHAPITRE V

Conclusions générales

I. — L'INTERVENTION BRITANNIQUE.

Nous avons observé une action continue des milieux britanniques vers la reprise des affaires industrielles et commerciales, vers un rétablissement de la position de place occupée par Londres avant la guerre, vers un assainissement monétaire.

Cette action s'exerce sous les modalités les plus diverses ; elle s'adapte aux phases successives de la situation et porte alternativement sur tous les éléments monétaires ou purement économiques dont l'influence peut être escomptée dans le sens voulu ; elle n'est donc nullement doctrinale, mais particulièrement habile et, grâce à l'éducation des milieux britanniques, souvent heureuse. Même lorsqu'elle vise à agir spécialement sur un facteur, elle se garde d'exercer une pression directe sur lui, mais elle tend à faire jouer un mécanisme économique qui donnera le résultat voulu ; presque toujours, ses vues sont des vues d'avenir et elle évite d'acheter très cher un effet immédiat (comme nous l'avons vu faire constamment en Allemagne).

Cette action est trop souple et trop variée pour que nous puissions essayer d'en classer les modes en quelques catégo-

ries. Nous en rappellerons brièvement les aspects successifs en faisant cependant tous les rapprochements possibles :

— Nous reviendrons plus loin, au sujet de l'encaisse, sur les cas exceptionnels d'utilisation de l'or.

— Nous rappellerons également qu'au cours des années 1919 et 1920, l'accroissement de l'encaisse se poursuit d'une manière très continue, bien qu'irrégulière. Son influence ne se manifesterait qu'à la longue, en permettant de stabiliser le niveau de la livre. Exceptionnellement une modification brusque dans son allure peut dénoter une manœuvre tendant à un effet immédiat : tel est le cas pour le mouvement de décembre 1919-février 1920.

— Au cours de l'année 1919, le Gouvernement et le milieu britanniques agissent indirectement sous les formes les plus diverses ; ils font de véritables expériences, dont les effets immédiats apparaissent sur les mouvements du change, particulièrement sensible à cette époque où il est en voie de réajustement. On peut distinguer trois grandes catégories de mesures qui se retrouvent d'ailleurs au cours des années suivantes :

a) *Appel au crédit américain.* — Il se manifeste d'abord par le placement de bons du Trésor sur le marché des Etats-Unis, placements qui deviennent réguliers à partir de mai 1919 ; fin octobre, la maison Morgan consent de plus à la Grande-Bretagne un emprunt de 250 millions de dollars. Cette politique est poursuivie systématiquement et très discrètement jusqu'en 1921 ; elle est facilitée par l'entremise de la Haute Banque où la Grande-Bretagne continue à jouer, concurrentement avec les Etats-Unis (pourvus de moyens d'action plus puissants, mais beaucoup moins bien éduqués et moins à la hauteur de leur tâche), un rôle prépondérant.

Il est très difficile de suivre l'histoire de ces appels au crédit, sur lesquels le plein jour n'a jamais été fait et dont il est à peu près impossible de démêler les crédits correspondant au jeu normal des opérations de banque. Nous les discernons nettement pendant le 2^e semestre 1920, au cours duquel ils

facilitent le remboursement de la part anglaise dans l'Anglo-French Loan (échéance du 25 octobre 1920). C'est en grande partie grâce à eux que la Grande-Bretagne a pu éviter d'avoir recours aux crédits de spéculation. Au fur et à mesure que la situation économique se redresse, ces appels se font moins fréquents et il semble bien qu'en 1921, la crise consécutive aux premiers versements allemands ait pu être traversée non seulement sans appui américain, mais encore en ouvrant des crédits à l'Allemagne (une légère sortie d'or, s'ajoutant aux disponibilités qui provenaient des versements allemands, a suffi pour le règlement des importations annuelles et pour le remboursement des obligations 5 1/2 %, à échéance du 1^{er} novembre, représentant 150 millions de dollars).

b) *Libération des capitaux* britanniques (accaparés par le Gouvernement pendant la guerre, à l'aide des emprunts d'Etat, des intérêts avantageux consentis par la Banque d'Angleterre, les Clearing, etc...)

Le dernier emprunt d'Etat important est celui des Victory Bonds et Funding Loans en juin-juillet 1919; l'émission des obligations nationales de guerre a été suspendue dès le 31 mai 1919; nous avons vu que les émissions sont tombées à 1.400 millions de livres en 1918; à 1 milliard en 1919; puis à 367 millions en 1920 et 388 millions en 1921.

D'autre part, nous avons signalé : en fin juillet 1919, la suppression des taux d'intérêts accordés aux capitaux anglais par les Clearings; en août, la levée de certaines mesures qui gênaient le mouvement des titres; la suppression de l'intérêt préférentiel accordé aux dépôts étrangers en octobre.

En sens inverse, il est vrai, le taux d'escompte de la Banque anglaise est augmenté successivement en novembre 1919 et avril 1920; mais il ne fait que suivre la hausse du taux d'intérêt sur le marché libre. Par contre, c'est à nouveau dans le sens de libération des capitaux que la Banque d'Angleterre réduit son taux d'escompte successivement en fin juin 1921 (de 7 à 6 %), en mi-juillet 1921 (6 à 5 1/2 %), au début de no-

vembre 1921 (5 1/2 à 5 %); c'est le Trésor, cette fois-ci, qui prend l'initiative du mouvement, et le taux d'intérêt sur la place ne fait que le suivre; cette action énergique, qui tend à la reprise des affaires, est d'autant plus remarquable qu'à ses débuts elle coïncide avec une baisse du change et semble même capable de l'accentuer momentanément par le retrait des capitaux étrangers.

Nous venons d'être amenés à indiquer en passant un autre mode d'action spécial, celui-là, à la fin de l'année 1919 et à l'année 1920; c'est l'*attraction des capitaux étrangers* sur la place de Londres par la hausse du taux d'intérêt; à vrai dire il ne s'agit pas là d'un mode original; la Grande Bretagne ne fait que suivre le marché américain et un grand nombre de marchés neutres, au moment où le développement intense de la production appelle l'argent liquide de toutes parts.

— Le Gouvernement agit aussi sur la circulation. Sa politique à ce point de vue est très prudente; elle ne suit pas une direction constante et bien déterminée; elle ne recherche pas, en particulier, la déflation systématique; elle se contente de maintenir la circulation entre certaines limites, tâchant de la réduire lorsque les circonstances s'y prêtent, mais n'hésitant pas à revenir prudemment en arrière dès que le besoin des affaires le demande. Nous retrouverons plus loin les vicissitudes de l'inflation.

— Une intervention très intéressante du Gouvernement et des milieux britanniques en 1919-20 est celle qui a trait à la *lutte de place* entre Londres et New-York que nous étudierons plus loin à l'occasion du change.

— Les différents modes d'intervention que nous avons rappelés jusqu'ici, tout en agissant sur l'ensemble de la situation économique, sont surtout inspirés par le désir de limiter la dépréciation de la devise; d'ailleurs, lorsque nous assistons à une manœuvre brusque sous un de ces modes — ce qui devient de plus en plus rare au fur et à mesure que la situation se raffermi et que le milieu britannique, profitant de

l'expérience acquise, élargit ses vues — c'est sur les mouvements du change que nous en constatons les répercussions immédiates.

Or, à partir du 2^e semestre 1920, début de la crise mondiale, la politique économique britannique, faisant momentanément passer au second plan les préoccupations monétaires, prend une nouvelle forme et vise à l'élargissement des débouchés. Elle tend d'abord à maintenir l'index-or anglais au voisinage de l'index américain (débouchés extérieurs) et l'index anglais au voisinage de l'indice des importations (débouchés intérieurs); au cours du 2^e semestre 1921, elle parviendra à renverser les écarts en sa faveur; elle se complètera d'ailleurs par une politique protectionniste de plus en plus prononcée (Anti-dumping bill en août 1921).

Initialement, en 1920, ces résultats sont obtenus à l'aide d'une dépréciation de la livre bénévolement acceptée, sinon même favorisée par les milieux britanniques. Puis, dès la fin de 1920, ceux-ci se croiront assez forts pour laisser le change se détendre au niveau qu'il avait atteint pendant le 2^e trimestre; mais ils agiront alors énergiquement sur la baisse des prix intérieurs et, par son accélération d'abord, par sa persistance ensuite, ils maintiendront leurs positions par rapport au marché américain au cours du 1^{er} semestre 1921, pour prendre le dessus au cours du 2^e semestre. L'intervention sous ce dernier mode est donc remarquable, non seulement par son orientation spéciale, mais par le fait qu'elle s'exerce non sur la tenue de la devise, mais *sur les prix*.

II. — LE LIBRE JEU ÉCONOMIQUE

Nous avons vu que l'intervention continue du Gouvernement et des milieux britanniques avait eu comme caractéristique d'agir sur les causes des phénomènes et d'obtenir des

résultats en troublant le moins possible le libre jeu économique, en utilisant au contraire ses rouages et en se pliant à ses indications.

D'autre part, la spéculation n'a pas exercé d'influence très sensible sur la tenue de la devise (voir plus loin).

Aussi pouvons nous suivre d'une façon presque constante les réactions normales des différents éléments les uns sur les autres, ces réactions n'étant d'ailleurs qu'exceptionnellement faussées sous l'action de mobiles psychologiques.

Considérons d'abord *les prix de gros*. — Jusqu'au milieu de 1921, leurs mouvements manifestent un parallélisme frappant, sous réserve d'un décalage de deux ou trois mois, avec ceux des prix de gros aux Etats-Unis (qui, eux, ne est influencés par aucun phénomène de dévalorisation monétaire). Dans leurs grandes lignes, nous pouvons donc conclure *que le mouvement des prix intérieurs anglais* est la conséquence de la situation économique mondiale, dominée par le marché américain, et que les phénomènes monétaires n'y ont qu'une faible part.

Cependant, en serrant la question et en examinant de très près les différences entre les deux mouvements, nous sommes amenés à discerner des influences secondaires, où les phénomènes monétaires interviennent;

a) La grande hausse de 1919-20 est proportionnellement plus forte pour l'index anglais que pour l'index américain; celui-ci passe de 201 en février 1919 à 272 en mai 1920, soit une hausse de 71 points et une augmentation relative de $\frac{71}{236} = 30 \%$; celui-là passe de 236 en mai 1919 à 347 en juillet 1920, soit une hausse de 111 points et une augmentation relative de $\frac{111}{200} = 55 \%$. La hausse des prix anglais a donc été enflée par l'influence de la baisse importante du change entre mi-1919 et mi-1920 (le chiffre de la circulation a subi des fluctuations, mais ses valeurs en mai 1919 et juillet 1920 ne sont pas très différentes; son augmentation entre ces deux dates est certainement bien inférieure à l'augmen-

tation du volume des transactions, tant à cause de la reprise des affaires que de la hausse des prix; par conséquent, si cet élément a eu une action, celle-ci n'a pu que freiner celle du change).

b) Au cours de cette même hausse 1919-20, l'à-coup de février-avril, spécial à la Grande-Bretagne, est une conséquence certaine des brusques mouvements de décembre 1919-février 1920, sans qu'il soit possible d'affirmer que l'une des 2 influences, du change ou de l'inflation, ait été prépondérante.

A partir de mi-1920, l'influence du change ou de l'inflation n'est plus sensible sur les prix de gros; ainsi la baisse américaine entre mai 1920 et mai 1921 est de : $272 - 151 = 121$ points, représentant une diminution relative de $\frac{121}{271} = 57,5\%$; la baisse anglaise, évaluée entre juillet 1920 et juillet 1921, est de : $347 - 198 = 149$ points représentant une diminution relative de $\frac{149}{273} = 59,5\%$. La différence est peu appréciable, d'autant moins que la baisse américaine vient de marquer un ralentissement très sensible entre mars et mai 1921, alors que la baisse anglaise continue sous une impulsion particulière. Or, entre mai-juillet 1920 et mai-juillet 1921, il y a des variations assez importantes du change et de l'inflation; le résultat de ces variations entre les 2 époques est une certaine baisse de la livre et une réduction assez nette de l'inflation (surtout de la circulation); peut-être les deux actions se compensent-elles dans une certaine mesure sur les prix; quoi qu'il en soit leur influence, si elle existe, n'est pas discernable.

Quant au niveau général des prix de gros nous avons été amené à étudier le rapport des prix anglais et américains comparés à différentes époques avec un décalage de deux à trois mois. En ne faisant intervenir que les époques de stabilité relative, nous avons constaté que le rapport des index suivait une progression continue de 1918 à 1920, passant par les valeurs 118 (2^e trimestre 1919), 121 (au cours du 2^e semestre 1919), 127 (2^e trimestre 1920); après une période trou-

ble au cours du 2^e semestre 1920, pendant laquelle les rapprochements numériques sont impossibles et les conditions économiques générales nous ont fait admettre une tendance à l'augmentation, nous retrouvons le rapport à 125 en février-avril 1921. Évaluée aux mêmes époques, la moyenne de la prime du dollar sur la livre marque un mouvement dans le même sens, passant de 105 (2^e trimestre 1919) à 116 (au cours du 2^e semestre 1919) et à 125 (2^e trimestre 1920) pour revenir à 125 en février-avril 1921, après la période confuse du 2^e semestre 1920 où la prime est très instable, mais très nettement supérieure à 125. Si l'on admet que le change est en voie de réajustement jusqu'au 2^e trimestre 1920, et que la situation économique et financière de la Grande-Bretagne n'est sérieusement assise qu'au cours de l'année 1921, nous voyons que les indications fournies par le rapport des prix anglais et américains peuvent être considérées comme donnant une base sérieuse pour évaluer l'ordre de grandeur de la dévalorisation de la livre et pour en suivre les variations. Nous en concluons en particulier que les vicissitudes économiques sont très comparables en Grande-Bretagne et aux États-Unis et que la comparaison entre les situations économiques des deux pays s'affirme de plus en plus, de 1919 au 1^{er} semestre 1921.

Que la spéculation joue un rôle très faible sur la tenue de la livre.

Que les variations dans la dévalorisation de la livre ne dépendent pas uniquement des variations de l'inflation ou de la circulation, et qu'il n'y a aucun rapport quantitatif entre ces variations-ci et celles-là.

Nous avons volontairement exclu de cet exposé l'étude des index au cours du 2^e semestre 1921 ; nous l'avons traitée en effet dans la première partie de ces conclusions et nous avons admis que les prix avaient été manœuvrés par les milieux britanniques, de sorte que leurs indications sont faussées et ne complètent en rien celles des périodes précédentes.

Passons maintenant au *change*.

L'allure de ses mouvements confirme notre précédente conclusion relativement au peu d'influence de la spéculation ; les oscillations brusques et temporaires restent toujours faibles, si on les compare à celles qui ont affecté les mouvements du franc et du mark ; de plus, même lorsqu'elles apparaissent, on peut les expliquer par d'autres considérations.

Les seuls moments où la spéculation se manifeste plus ou moins nettement sont :

a) janvier-février 1920, lorsque les Etats-Unis commandent momentanément le marché des valeurs, et, pleins d'impétuosité et d'inexpérience, se livrent à des manœuvres désordonnées ; encore ces manœuvres doivent-elles porter elles-mêmes plutôt sur les traites en livres que sur la devise elle-même ;

b) décembre 1921 en faveur de la livre, sous l'effet d'une manœuvre britannique à l'occasion de la conférence de Washington, qui concorde avec une augmentation de la circulation.

Rappelons encore que le maintien de la livre à un niveau relativement bas pendant le 2^e semestre 1920, s'il se justifie par ailleurs, doit être favorisé dans une certaine mesure par une pression des milieux britanniques, désireux avant tout d'agir sur l'index-or.

Enfin le relèvement lent et régulier du change en avril-mai 1921 semble dû à des achats de devises par l'Allemagne, en prévision des versements de réparation ; mais il ne s'agit pas ici de manœuvre proprement dite et nous ne relevons pas, dans l'allure du mouvement, d'irrégularités spéciales.

En somme la spéculation sur la livre a ce triple caractère : d'être exceptionnelle, de ne pas influencer sur le niveau général de la devise et de porter de préférence sur les traites représentatives de règlements internationaux ; elle n'implique pas des achats de devise qui peuvent d'ailleurs se produire sans la déclancher.

Les autres irrégularités du change sont généralement dues à des perturbations dans les règlements internationaux :

En décembre 1919 et janvier 1920, les traites en livres, auxquelles tendent à se substituer les traites en dollars, sont jetées à la fois sur le marché et y créent une véritable inflation qui s'est manifestée une première fois en juillet 1919, lors du gonflement des transactions internationales qui a suivi la libération de l'or aux Etats-Unis.

Dès avril 1920, Londres a reconquis la place et la livre est revenue à un niveau raisonnable. Mais la tâche est lourde pour la Grande-Bretagne alors qu'économiquement elle est en convalescence et que sa situation n'est encore solidement rétablie que sur le marché européen. Aussi, chaque fois que les perturbations dans les règlements internationaux amènent soit un flottement d'arbitrages et de suppléments de créances sur la place, soit une multiplication des opérations, nous retrouvons les caractéristiques de l'inflation des traites. Tel est le cas au cours du 3^e trimestre 1920, début de la crise mondiale. Tel est à nouveau le cas en août 1921, époque des versements importants de l'Allemagne au titre des réparations.

Au point de vue des mouvements du change, nous avons constaté que, d'une manière générale, la devise était plus lourde dans la seconde moitié de chaque année que dans la première; outre les considérations particulières à chaque cas (suspension des crédits américains vers le milieu de 1919; crise économique au milieu de 1920; versements allemands vers le milieu de 1921), nous pouvons attribuer cette périodicité au fait que les importations alimentaires ont lieu dans la seconde moitié de chaque année et que la Grande-Bretagne en effectue aussitôt le règlement — de manière à ne pas laisser flotter des dettes, ce qui pourrait provoquer l'instabilité du change et la spéculation avec toutes ses conséquences.

Il nous reste à parler de l'*inflation*.

Réduits à leurs grandes lignes, ses mouvements se résument comme suit :

Circulation. — Les variations de la circulation se reproduisent avec une périodicité annuelle : augmentation rapide

vers la fin de chaque année, brusque diminution en passant d'une année à la suivante (portant sur 1,2 ou 3 mois, suivant les cas, entre décembre et février), suivie d'une augmentation plus ou moins persistante, puis d'une nouvelle diminution plus ou moins continue. Si nous comparons les résultats de fins d'année, nous observons une augmentation très notable entre fin 1918 et fin 1919, une augmentation relativement peu importante entre fin 1919 et fin 1920, et enfin une notable diminution entre fin 1920 et fin 1921.

La périodicité annuelle n'est pas sans relation avec la périodicité des mouvements du change. Nous voyons que d'une manière générale, dans le 1^{er} semestre de chaque année, le change est plus élevé et le chiffre de la circulation plus faible que dans le 2^e semestre. Il n'y a pas cependant de rapport direct ni qualitativement, ni à plus forte raison quantitativement, entre ces 2 périodicités ; il suffit, pour nous en assurer, de considérer l'année 1921 : il y a eu diminution de la circulation de mars à octobre, ce qui n'a pas empêché la baisse du change en juin et juillet ; bien au contraire, en fin d'année, nous constatons un brusque relèvement du change, précisément au moment où la circulation augmente.

Nous sommes donc amenés à conclure qu'il n'y a pas de réaction sensible des variations du change sur celles de la circulation, ni inversement, mais que les variations de ces deux éléments dépendent de causes souvent communes, tant que la situation économique de la Grande-Bretagne n'est pas très raffermie et que ses disponibilités sont réduites, c'est-à-dire en 1919 et en 1920. En 1921, la crise du milieu de l'année (versements de l'Allemagne) et le règlement des importations alimentaires ont réagi encore, quoique assez faiblement et temporairement, sur la tenue du change ; mais, cette fois-ci, l'amélioration de la situation économique et aussi l'origine toute particulière de la crise font que le gouvernement n'a pas été sérieusement gêné pour poursuivre, avec une prudente continuité, sa politique de déflation. Par contre, en fin d'an-

née, il a eu besoin d'accroître brusquement ses disponibilités afin d'alléger sa position sur le marché intérieur et de pouvoir faire porter tout son effort sur le marché des changes, en vue d'impressionner la conférence de Washington.

Quant au niveau de la circulation, il n'est pas non plus sans relation avec le niveau du change ; le moment le plus mauvais pour la livre, le 2^e semestre 1920, est également celui où la circulation atteint son chiffre maximum ; au contraire 1921 marque une amélioration sensible à ce double point de vue. Mais ici encore nous ne décelons aucun rapport direct ni qualitatif, ni à plus forte raison quantitatif entre les niveaux des deux éléments. En 1918, le chiffre de la circulation est déjà très élevé, alors que la livre est très voisine du pair ; mais les indications du change sont, il est vrai, faussées par l'intervention américaine. En fin 1919, le chiffre de la circulation atteint presque le maximum de fin 1920, alors que le change n'est pas encore très mauvais (mais son réajustement, il est vrai, n'est pas encore achevé). En fin 1921, nous avons vu qu'à l'augmentation de la circulation correspond une hausse du change ; mais il s'agit d'une manœuvre artificielle et très momentanée. Surtout, nous avons conclu à une dévalorisation de la livre sensiblement égale en avril-juin 1920 et en mi-février-mi-mai 1921, par les indications concordantes du change et des prix ; or la circulation est nettement plus forte à la 1^{re} époque qu'à la seconde ; elle est de plus en voie d'augmentation continue à la 1^{re} époque, et en voie presque constante de diminution à la 2^e.

Encaisse. Nous avons observé une politique tendant très nettement à l'augmentation de l'encaisse en fin 1918, en 1919 et surtout en 1920, puis l'abandon de cette politique, l'encaisse ne variant pas sensiblement, en 1921.

Tant que le niveau général du change n'a pas été stabilisé, le gouvernement a poursuivi par ce moyen un triple but : le premier, d'ordre psychologique (en tenant compte de la marque que la théorie quantitative avait laissée dans l'esprit du

public, alors même que ses conclusions n'étaient plus adaptées aux modalités nouvelles dans le règlement des transactions), était de décourager les manœuvres spontanées ou dirigées qui auraient pu se dessiner contre la livre et prendre comme argument la proportion très importante de la circulation à l'encaisse; le second, d'ordre purement pratique, était de constituer une réserve de disponibilités suffisante pour avoir la faculté d'intervenir à un moment quelconque sur le marché extérieur, sans être contraint d'utiliser une devise dont la dépréciation s'accroîtrait presque automatiquement au moment même où sa répercussion serait la plus fâcheuse; le troisième, correspondant à une vue d'avenir et faisant leur part aux idées classiques (qui, ne l'oublions pas, sont à la base de l'Act. de Peel, lequel régit encore le mécanisme de la Banque d'Angleterre), était de rassembler une somme totale d'or qui puisse être éventuellement suffisante pour assurer le jeu des transactions intérieures, en supposant réalisé le retour à une monnaie saine et la suppression des Currency Notes (Il fallait que ce chiffre tînt compte d'une augmentation des prix qui, dans la mesure approximative de l'augmentation des prix américains, persisterait après l'assainissement de la monnaie, et aussi des nouvelles habitudes de règlement prises par le public anglais).

Les ralentissements dans l'augmentation, d'abord en mai (à l'occasion de versements allemands aux Etats-Unis et de l'utilisation du dépôt d'Ottawa), puis au cours du 2^e semestre 1919 — sauf entre fin novembre et commencement décembre —, correspondent selon toute vraisemblance à des exportations d'or; or leur résultat le plus certain a été d'attirer l'arbitrage de la livre sur le marché des Etats-Unis.

Le revirement de la Grande-Bretagne, dès que ce résultat apparaît, se traduit, entre autres, par une augmentation très brutale de l'encaisse en fin 1919-commencement 1920, vigoureusement poursuivie pendant tout le 1^{er} semestre de l'année.

En juillet 1920, l'encaisse est de 123 millions, 4 fois $1/2$ celle du 6 août 1914 (27 millions $1/2$). A ce moment les prix intérieurs, qui passent un maximum, atteignent 3 fois $1/2$ seulement ceux d'avant-guerre; la dévalorisation de la livre est sensiblement du quart, et n'a pas atteint la moitié de sa valeur au moment le plus critique (début de février 1920); enfin, le rapport de la circulation à l'encaisse est ramené à 4 fois celui d'avant-guerre (qui, ne l'oublions pas, était inférieur à 1 et correspondait à des modes de paiement très spéciaux, possibles seulement dans un milieu commercial large, actif et très bien assis). Or l'effort qui porte sur l'augmentation de l'encaisse est ingrat, car l'or se décompte en livres nominales, sans tenir compte de la dévalorisation (mal définie et n'ayant d'ailleurs pas d'existence légale); il deviendrait plus onéreux encore et se répercuterait fâcheusement sur le commerce extérieur, au début de la crise économique, alors que de tout côté se bat fiévreusement le rappel des disponibilités; aussi ne nous étonnons-nous pas de le voir abandonné à ce moment.

Mais il apparaît, au cours du 2^e semestre 1920, que le change britannique est encore mal assis: le marché américain, profitant de la crise économique mondiale, ne renonce pas à travailler la livre. Aussi le gouvernement se résoud-il, entre minovembre et fin décembre 1920, à un dernier effort sur l'encaisse, rapide et bref, de manière à entraîner le maximum d'effet sur le facteur psychologique.

En 1921, malgré sa lourdeur un peu marquée au milieu de l'année, la livre est sensiblement stabilisée. En présence du ralentissement persistant des affaires, l'effort se limite à une certaine réduction de la circulation, facilitée par la baisse vertigineuse des prix intérieurs.

D'ailleurs, une fois la stabilisation de la devise obtenue, le gonflement de l'encaisse paraît beaucoup moins intéressant, puisque celle-ci forme un compartiment étanche et n'est pas utilisée en fait; au contraire, la réduction de la cir-

ulation est susceptible d'amener progressivement, toutes choses égales d'ailleurs, la réduction des prix intérieurs qui, tant par elle-même que par sa réaction indirecte sur le change, agira efficacement dans le sens de l'assainissement monétaire.

Chiffre représentatif. — Les mouvements du chiffre représentatif de l'inflation sont assez irréguliers, étant composés de ceux de l'encaisse et de la circulation. Cependant, les variations de l'encaisse étant relativement continues et dirigées dans un sens unique, nous avons observé pour le chiffre représentatif un cycle qui rappelle celui de la circulation :

baisse très brève en décembre-janvier (35 points entre décembre 1918 et janvier 1919, 110 points entre décembre 1919 et février 1920, 30 points entre décembre 1920 et février 1921).

légère reprise ensuite, qui ira en s'atténuant au cours des années successives (35 points entre janvier et avril 1919, 20 points entre février et mai 1920, 5 points entre février et mars 1921);

puis baisse continue et prolongée (30 points entre avril et août 1919, 15 points entre mai et août 1920, 30 points entre mars et octobre 1921);

enfin reprise en fin d'année (20 points entre août et décembre 1919; 15 points entre août et octobre 1920, qu'une oscillation entre octobre et décembre ramène à 10 points entre août et décembre 1920; 15 points entre octobre et décembre 1921).

Ce cycle n'a aucun correspondant dans le mouvement des prix intérieurs, qui ne manifeste pas de périodicité annuelle; il n'a aucun rapport direct avec celui du change puisque, d'une manière générale, le chiffre représentatif de l'inflation est à un niveau plus bas dans la seconde partie que dans la première partie de chaque année, et que nous avons constaté précisément l'inverse pour la prime du dollar sur la livre,

Toutefois il convient de remarquer que le mouvement le plus important et le plus brutal du chiffre représentatif chaque année est la baisse qui se produit en décembre-janvier et s'étend quelquefois jusqu'en février. Or, si nous nous reportons à ce que nous avons dit au sujet de la circulation et de l'encaisse séparément, nous voyons que cette baisse n'est pas sans action sur la meilleure tenue de la livre dans le 1^{er} semestre de chacune des années 1919 et 1920; en particulier elle est chaque fois immédiatement suivie par une hausse nette de la livre (février-mars 1920, janvier-février 1921) : cette hausse est surtout importante en 1920 (baisse de 23 points sur la prime), alors que la diminution de l'inflation a été considérable (diminution de 110 points).

Enfin nous avons considéré comme une cause importante de l'arrêt dans la hausse des prix, entre février et mai 1920, la diminution considérable de l'encaisse qui a précédé; mais nous avons conclu à une simple irrégularité dans le mouvement et nous avons admis que la cote de 347, finalement atteinte par l'index en juillet 1920, n'était passablement différente de celle qui eût été atteinte par une hausse continue, parallèle à la hausse américaine.

D'une manière générale, tout ce qui précède nous permet seulement de conclure que l'amélioration du niveau du change et la baisse du niveau de l'inflation sont des conséquences ou des indices communs de l'amélioration dans la situation économique et financière du pays.

SECTION IV

France

CHAPITRE PREMIER.

Situation générale

De même que nous l'avons fait pour l'Allemagne et pour la Grande-Bretagne, nous avons jugé bon de donner, avant de commencer l'analyse des phénomènes monétaires relatifs à la France, un exposé général de la situation économique créée dans le pays par la guerre et par ses conséquences; nous avons esquissé ainsi le cadre à l'intérieur duquel nous suivrons en détail l'évolution d'un ordre de faits limité dans son objet et dans le temps (les limites étant définies dans l'Introduction de notre thèse); cet exposé ne se rattachant qu'indirectement à notre sujet, nous l'avons réduit à ses grandes lignes et nous en avons puisé les éléments dans différentes publications⁽¹⁾ et statistiques (indiqués en note au

1. Les indications du présent chapitre sont empruntées dans leur ensemble à une série d'études parues dans *l'Economiste Européen* (n° du 27 mai 1921 et suivants) sous le titre de « Les conséquences économiques de la guerre pour la France »; nous avons même adopté la présentation de ces articles, dont nous donnons, somme toute, un résumé, complété par les chiffres de l'année 1921, par un aperçu succinct de la convention du 29 décembre 1920 entre la Banque de France et l'Etat, et enfin par quelques considérations particulières sur la hausse des prix intérieurs entre 1914 et fin 1918.

bas de la première page, ou exceptionnellement au cours du texte, pour chaque pays) en indiquant seulement, sans les discuter d'une façon serrée et sans en prendre la responsabilité, leur portée et les méthodes qui ont servi à les établir.

1. — Cause de la décadence économique entre 1913 et 1920.

Il ne faut pas songer à évaluer directement les dommages matériels subis par le pays :

- destructions proprement dites (les évaluations diffèrent au moins du simple au quadruple ; et celle de la Commission des Réparations, pour officielle qu'elle soit, ne peut prétendre à la précision) ;

- autres pertes individuelles (mobilisation, manque à gagner, etc..).

- pertes en vies humaines et pertes qui résultent des blessures et mutilations, et qui n'ont aucun rapport avec le chiffre des pensions accordées par l'Etat.

Mais il est possible d'apprécier, dans certaine mesure, le déficit de la production économique entre 1913 et 1920.

Les causes principales de ce déficit sont :

1^o l'invasion et l'occupation qui, par rapport à la production nationale en 1913, a privé la France : de 20 % de son blé, 27 % de son avoine, 76 % de ses betteraves sucrières, 48 % de sa houille, 81 % de son minerai de fer, 64 % de sa fonte, 58 % de son acier, 55 % de sa verrerie, 50 % de ses produits textiles, etc...

2^o la mobilisation générale, qui a porté sur 8 millions d'hommes et a laissé un déchet permanent de 2 millions 1/2 d'hommes tués ou grands blessés ;

3^o la dévastation des départements envahis.

Comme causes secondaires on peut citer : la loi de 8 heures, du 23 avril 1919 ; la désorganisation des services ferroviaires ; la hausse presque prohibitive des frets, qui a gravement com-

promis l'exploitation agricole et industrielle; l'instabilité monétaire; enfin le système bâtarde de réquisitions qui a paralysé pendant toute la guerre les transactions du commerce intérieur.

II. — *Production agricole.*

Examinons d'abord le blé qui a une importance prépondérante en France :

	quintaux
Production moyenne 1903-1912	88.431.000
Production 1913	86.919.500
(Dont 17.730.000 pour les 10 départements envahis).	
Production 1918	61.436.000
(Dont 6.318.000 pour les 10 départements envahis).	
Production 1919	49.654.000
(Dont 5.885.000 pour les 10 départements envahis).	
Production 1920	62.707.000

Diminution entre 1913 et 1918 : 11.412.000 quintaux pour la zone envahie, et 14.072.000 pour le reste de la France.

L'invasion n'en est d'ailleurs pas la seule cause, la surface emblavée ayant diminué de 1.488.100 hectares (5.537.000 en 1913 contre 4.089.000 en 1918), alors que la surface emblavée occupée était seulement de 645.400 hectares.

En comptant le cours moyen du blé à 73 fr. le quintal en 1918, la diminution de la production a causé une perte d'au moins 2.830 millions de francs pour la fortune publique; encore le complément de blé qui a suppléé au déficit national a-t-il été acheté à l'étranger et son prix au quintal est-il certainement revenu à plus de 73 frs.

Nous verrons par ailleurs ce que la politique du pain a coûté au budget.

Pour l'ensemble de la production agricole nous pouvons faire des constatations analogues : diminution de la surface cultivée, diminution du rendement.

La chute de la production entre 1913 et 1918 est d'ailleurs surtout sensible sur les produits agricoles industriels (régions envahies et dévastées) : 82 % pour les betteraves sucrières, 87 % sur le sucre, 72 % sur l'alcool, 68 % pour le lin...

Mais elle est encore très sensible sur un grand nombre d'autres produits, pour des raisons multiples, au premier rang desquelles il convient de placer le manque de main-d'œuvre ; elle est de :

65 % pour le tabac (alors que dès la démobilisation, entre 1918 et 1919, la production double).

50 % sur l'ensemble des légumes secs (légère reprise en 1919).

39 % sur les pâturages et plantes fourragères ; ici intervient la grande difficulté de se procurer des engrais, qui a réagi également dans une large proportion sur les prix.

30 % sur le cheptel, et en particulier 31 % sur les chevaux ; la consommation de viande et l'effroyable consommation de chevaux n'ont pu être satisfaites que grâce à des importations considérables.

En ce qui concerne le *déficit alimentaire*, entre le 1^{er} janvier 1914 et le 31 décembre 1920, la France a demandé 42.139 milliers de francs de produits alimentaires à l'étranger (représentant une moyenne annuelle de 6.018 millions de francs). Pendant la même période, elle a exporté en tout 6.204 millions de tels produits. Le déficit a été de 35.935 millions (moyenne annuelle de 5.133 millions).

Au cours de la période 1907-13, les chiffres correspondant étaient de : 9.979 millions d'importation (moyenne annuelle : 1,425 millions), 5.609 millions d'exportation et 4.377 millions de déficit (moyenne annuelle de 625 millions).

De plus dans les statistiques de l'exportation figurent les colis postaux, qui comprenaient avant-guerre de nombreux produits alimentaires et n'en comprennent presque plus après la guerre.

L'aggravation du déficit tient évidemment au développement des importations, mais il tient aussi pour une large part à la hausse des prix sur laquelle nous aurons l'occasion de revenir.

III. — *Matières premières.*

Pour faire mieux ressortir l'ordre de grandeur de la perte subie par la France du fait de la guerre sur les différents articles que nous passerons rapidement en revue, nous admettons le mode de calcul imaginé par l'*Economiste Européen* à ce sujet et qui consiste à comparer en francs le déficit annuel ou le bénéfice d'avant-guerre d'une part et le déficit annuel d'après-guerre d'autre part, à retrancher le premier du second, et à multiplier par 6 pour obtenir la perte totale en francs entre 1914 et 1920.

Cette méthode d'évaluation est évidemment très-sommaire et arbitraire; elle revient à faire les hypothèses suivantes :

— le courant des importations et exportations se serait maintenu normalement au dernier niveau d'avant-guerre, de sorte que la balance des six années 1914 à 1920 inclus eût été, si la guerre n'était pas intervenue, le sextuple de la balance 1913 par exemple; de même le déficit des six années 1914 à 1920 se serait réparti également entre elles et serait par suite le sextuple du déficit 1920 par exemple; enfin, le franc, unité d'évaluation, aurait conservé la même valeur. Cette méthode ne tient compte, par conséquent, ni de la dévalorisation monétaire, ni des courants de variations d'avant-guerre dont les effets se fussent certainement prolongés au delà de 1914, ni des écarts considérables entre les chiffres des six années considérées; mais, pour peser ces différents facteurs, il nous faudrait introduire dans cette étude — qui, répétons-le, n'est qu'une annexe de notre thèse — des complications très grandes, nécessairement artificielles et conventionnelles sur bien des points, celui de la dévalorisation monétaire en particulier. Aussi avons-nous préféré nous rallier à un mode d'exposition qui, sans chercher une précision sans doute illusoire, était assis sur des hypothèses simples et paraît très clairement à l'esprit.

Examinons d'abord le *charbon* dont l'importance est capitale dans la Société moderne.

La production française de charbon était passée de 19.511 millions de tonnes en 1885 à 40.844 millions de tonnes en 1913, sur lesquelles une proportion de 67,2 % provenait des seuls bassins du Nord et du Pas-de-Calais.

Pendant la guerre, la production du charbon a baissé dans le monde entier, sauf aux Etats-Unis et au Japon, mais la France a été de beaucoup la plus atteinte et la diminution a été pour elle de 50 % entre 1913 et 1916. Le déficit annuel d'avant-guerre était de 20.831.000 tonnes (moyenne des années 1911 à 1913),* représentant 513 millions de francs au taux de 24 francs la tonne, d'après les évaluations de la Commission des valeurs en douane.

Or, malgré l'invasion et les destructions de mines, les importations nettes, entre le 1^{er} janvier 1914 et le 31 décembre 1920, ont été de 144.267.000 tonnes, soit une moyenne annuelle de 20.609.000 tonnes seulement; mais ces importations correspondent à un chiffre de 14.597 millions de francs, compte tenu des 522 millions correspondant au charbon exporté — par suite de la hausse formidable des prix.

Si les moyennes antérieures, évaluées en francs, avaient été conservées entre 1914 et 1920 le gain pour la France eût été de 11.097 millions de francs; ce chiffre représente donc la perte subie par la richesse nationale.

Encore faut-il ajouter que les évaluations de la Commission des valeurs en douane sont très théoriques, ainsi que nous le verrons plus loin au sujet des prix.

Pour les *huiles minérales*, le total des importations entre 1913 et 1920 s'est monté à 3.835 millions de francs — compte tenu de 85 millions d'exportations — alors qu'il n'aurait été que de 945 millions si la moyenne de 1911 à 1913 s'était maintenue; la perte sèche est donc de 2.890 millions; les besoins des armées et la hausse vertigineuse du prix des charbons, qui favorisait le recours aux succédanés, en ont été les fac-

leurs principaux, mais non pas exclusifs, car les progrès de la locomotion auraient par eux-mêmes amené un développement de la consommation.

Pour le *minerai de fer*, il y avait depuis 1908 excédent des exportations, qui croissait constamment et atteignait 8.656 mille tonnes en 1913, avec une valeur moyenne de 20 francs à la tonne. Le mouvement a été à peu près nul pendant la guerre; il a repris faiblement en 1918 (excédent de 50.300 tonnes), puis très rapidement en 1919 (excédent de 691.000 tonnes) et surtout en 1920 (excédent de 4 millions de tonnes environ) bien que le prix du minerai ait passé finalement à 80 frs la tonne, on peut dire que cette source de richesse a été presque tarie pour la France entre 1914 et 1920.

Pour les *fontes, fers et aciers*, il y avait excédent d'exportation depuis 1900, atteignant 805.000 tonnes et 47 millions de francs en 1913. Entre 1914 et 1919, par suite de l'invasion et de la mobilisation, dont les effets ont été atténués peu à peu par les rappels aux usines, il a fallu au contraire importer 8.858.000 tonnes représentant, étant donné la hausse vertigineuse des prix, 7.405 millions de francs. En 1920 la production s'est développée très rapidement, par suite de l'appoint fourni par la Lorraine désannexée; de plus, nous verrons qu'au cours du 2^e semestre de la même année, les prix ont très rapidement baissé.

Pour le *cuivre*, les importations ont été de 8.796.000 quintaux représentant 2.584 millions de francs alors que, sur la moyenne de 1911-1913, elles n'auraient été que de 5.796.000 quintaux et 868 millions de francs, d'où une perte de 1.716 millions.

Pour le *zinc*, déficit de 3.059.000 quintaux et 654 millions contre une moyenne annuelle de 125.000 quintaux et 7 millions de francs entre 1911 et 1913. D'où perte de 605 millions.

On trouverait de même une perte de 173 millions pour l'étain, de 126 millions pour l'aluminium, sans parler des mi

nerais divers, plomb, soufre, sel, etc... pour lesquels les chiffres sont relativement peu importants.

Pour le *colon*, la quantité importée annuellement, qui était en moyenne de 3.313 milliers de quintaux, est tombée entre 1914 et 1920 à 2.226 milliers de quintaux; l'exportation annuelle, déjà faible entre 1911 et 1913 (672 milliers de quintaux), est tombée à 229 milliers de quintaux; mais, par suite de la hausse vertigineuse des prix, le déficit a été en 7 ans de 6.321 millions au lieu de 2.345 sur la moyenne 1911-13, d'où perte de 3.975 millions.

Pour la *laine*, l'importation totale de 1914 à 1920 est tombée à 6.818.000 quintaux, contre une moyenne annuelle de 1.975.000 quintaux entre 1911 et 1913; mais, par suite de la hausse des prix, le déficit a été de 4.495 millions de francs, correspondant à une perte de 3.372 millions. De plus, les importations ont été tout à fait insuffisantes, par suite de la réquisition de la laine australienne en presque totalité par le Gouvernement britannique; le cheptel français est tombé de 21.658.000 moutons en 1890 à 16.131.000 en 1913 et 8.991.000 en 1919 pour remonter légèrement à 9.406.000 unités, en fin 1920.

Enfin pour les *matières premières nécessaires à l'industrie et à l'agriculture*, telles que graines et fruits oléagineux, soies, nitrates, pelleteries brutes, pâte de cellulose, bois, caoutchouc, jute... le déficit a été de 58.949 millions de francs, au lieu de 18.239 millions entre 1907 et 1913, soit une perte de 41.063 millions.

IV. — Transports.

A) Chemins de fer.

Les chemins de fer ont eu à fournir un effort considérable pendant la guerre : transports de mobilisation, trains de concentration; en 1914, repliement des dépôts et de la popula-

tion civile; en 1918, mouvements militaires considérables, dévastations, etc...; en 1918-19, démobilisation, retour des P. G., etc... De plus, ils ont dû faire face à un formidable relèvement des prix de tous les éléments d'exploitation, surtout entre 1918 et 1920.

Malgré les majorations des tarifs voyageurs et marchandises, des droits de manutention, de stationnement, etc... le déficit global des compagnies a été de 5.573 millions du 1^{er} juin 1914 au 31 décembre 1920, le déficit de 1920 étant d'ailleurs, à lui seul, égal au total des déficits de 1914 à 1919.

Les Compagnies ont reçu de l'Etat, pour la rémunération des transports militaires, 1.333 millions, dont 213 millions 1/2 correspondant à des transports effectués pour les armées alliées.

B) *Marine marchande et navigation maritime.*

La Marine marchande française était peu florissante avant guerre, malgré les 500 millions de primes à la construction et à l'armement délivrées pendant les quinze dernières années.

Les pertes du fait de la guerre ont été de 960.000 tonneaux représentant 37 % du tonnage commercial (3.556.000 tonneaux au 31 juillet 1914).

Mais il faut tenir compte encore des pertes suivantes : 170.000 tonnes par risques maritimes ordinaires, 456.000 tonnes résultant de l'arrêt des chantiers (déduction faite de 155.000 tonnes achevés au cours des hostilités).

L'amoindrissement total est de 1.580.000 tonnes.

Les livraisons de l'Allemagne n'ont, de loin pas, suffi à les compenser. Au 1^{er} janvier 1921, le tonnage total était de 3.138.670 tonneaux (dont 275.000 tonnes de bâtiments en bois), alors que le tonnage mondial était passé de 45.404.000 tonneaux en 1914 à 55.286.000 tonneaux.

Le total des lancements effectués en France, au cours de l'année 1920, atteint 92.449 tonneaux; il est supérieur de

60.786 tonneaux à celui de 1919, mais encore nettement inférieur à celui de 1913, qui atteignait 144.000 tonneaux.

Le tonnage commandé en 1920 était de 868.300 tonneaux pour 165 bateaux — dont 506.330 tonneaux, pour 75 bateaux, commandés en France.

Quant au trafic des ports français, il s'est accru considérablement entre 1913 et 1918, l'augmentation du poids des marchandises débarquées étant de 50 % à Rouen, 157 % à Bordeaux, 309 % au Havre, 446 % à Cherbourg... Cette augmentation est née des nécessités de la guerre et du développement des importations. Elle représente un effort énorme pour la mise au point des installations, mais beaucoup des améliorations apportées n'ont été que des adaptations de fortune.

V. — *Crédit.*

Avant guerre, la Banque de France, dont la création remonte au 13 février 1800, avait suivi (depuis 1880) une politique constante d'élévation de la réserve-or; celle-ci avait passé de 604 millions en 1881 à 4.104 millions au 23 juillet 1914; l'encaisse argent, par contre, était tombée de 1210 à 640 millions et les émissions de billets avaient passé de 2.575 à 5.912 millions dans le même intervalle de temps. La politique de la Banque de France avait obtenu de plus une bonne stabilisation du taux de l'escompte; de 1900 à 1914, il n'y avait eu à constater que 14 variations avec un taux maximum de 4 1/2 %, tandis qu'à Berlin et à Londres on avait enregistré respectivement 62 et 79 fluctuations, avec des maxima de 7 et 7 1/2 %.

En ce qui concerne les banques privées, de 1875 à 1914, le capital des 4 principales sociétés de Crédit (Comptoir National d'Escompte, Société Générale de Crédit Industriel et Commercial, Crédit Lyonnais et Société générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie) avait

quadruplé et dépassé le milliard; les dépôts, comptes créditeurs et portefeuille commercial avaient décuplé et atteint près de 5 milliards 1/2; l'encaisse avait décuplé; les reports et avances presque sextuplé. Enfin, dès avant la guerre, la Banque nationale de Crédit, démembrement du Comptoir d'Escompte de Mulhouse, avait commencé un essor qui s'est pleinement développé depuis.

— Au moment de la guerre, l'organisation financière de la France était solide. Mais l'emprunt 3 1/2 % émis en juillet 1914 n'avait pas encore été absorbé et alourdissait le marché; de plus, quelques erreurs furent commises au début.

Le 31 juillet 1914, la liquidation de la Bourse fut ajournée, les échéances prorogées par décret du 1^{er} août; enfin, quelques jours plus tard, fut prononcé le moratorium de toutes les avances consenties avant le 1^{er} août.

Cependant la Banque de France fit une politique très large; malgré les lourdes charges que lui imposait son rôle de banquier de l'Etat, elle réescompta presque tout le papier qui lui fut présenté et son portefeuille commercial passa de 1.583 millions le 27 juillet à 3.041 millions le 1^{er} août et 4.476 millions le 1^{er} octobre. Au 31 décembre 1914, l'équilibre était sensiblement rétabli, et le moratorium des dépôts et comptes courants particuliers, décrété le 2 août, pratiquement disparu.

La période de 1915 à 1918 marque un arrêt dans l'extension des établissements de crédit. Mais il se produit un mouvement de diffusion territoriale des grands établissements, par l'absorption des banques locales.

Pour les cinq grands établissements de crédit, le chiffre des dépôts et comptes courants créditeurs a presque doublé, le portefeuille commercial et les dépôts de bons de la Défense Nationale ont augmenté de 145 %, les comptes courants débiteurs de 53 %.

Mais cette inflation des chiffres est causée en grande partie par l'inflation fiduciaire, la circulation ayant atteint successivement 13.216 millions en décembre 1915; 16.580 millions en

décembre 1916; 22.336 millions en décembre 1917; 30.250 millions en décembre 1918.

Le mouvement des affaires, qui n'avait suivi que de loin l'augmentation des chiffres bancaires, a pris brusquement une extension prodigieuse en 1919 et au cours du premier semestre 1920.

La circulation n'a augmenté que de 25 % environ entre 1918 et 1920 (atteignant un maximum de 37.902 millions) tandis que le mouvement des affaires a sensiblement doublé (augmentation de 100 % sur le portefeuille et les bons de la défense, de 110 % sur les espèces en caisse et dans les Banques, de 111 % sur les comptes débiteurs, de 108 % sur les dépôts à vue et comptes créditeurs...)

Aux nombreuses augmentations de capitaux, à la multiplication continue des succursales s'ajoute la création de nombreuses banques nouvelles favorisée par les lois des 13 mars 1917 et 24 octobre 1919, de la Banque nationale française du Commerce extérieur, du Crédit national.

Puis, au cours de 1920, se produit un brutal arrêt de l'essor. Du 30 juin 1920 au 30 juin 1921, les comptes débiteurs diminuent de 27 %, les avances de 31 % (alors qu'il y avait eu respectivement augmentation de 30 et de 90 % au cours du 1^{er} semestre 1920), le portefeuille commercial augmente à peine. Cette période se marque par quelques accidents survenus à des établissements qui s'étaient imprudemment hasardés (Société générale des Banques de province, Banque industrielle de Chine...).

Cependant, l'armature bancaire semble plus large et plus souple qu'en 1914; la crise est momentanée.

VI. — *Finances publiques.*

Les dépenses publiques avaient augmenté très rapidement depuis le milieu de 1905, par suite principalement de l'extension des services publics, de l'augmentation des charges mi-

litaires et de la cherté de la vie. Le budget voté en 1914 était de 5 milliards, en accroissement de 453 millions sur celui de 1913, alors que le budget de 1900 était de 3 milliards 1/2 et celui de 1909 de 4 milliards.

Mais le rendement des impôts marquait une plus-value constante sur les prévisions (300 % en 1914). La loi de finances de 1914, votée le 15 juillet, introduisit en France l'impôt général sur le revenu.

Pendant la guerre, la mobilisation générale causa un accroissement très violent des charges et une diminution des recettes.

En date du 4 août 1914, le Parlement autorisa de simples ouvertures de crédits par décrets, crédits dont le montant serait déterminé au fur et à mesure des besoins. Puis des lois firent place aux décrets. Le premier projet de budget est de 1918, applicable seulement aux services civils.

Il n'y eut aucun effort fiscal tout d'abord. L'application de la loi de 1914, relative à l'impôt général sur le revenu, qui devait partir du 1^{er} janvier 1916, fut reportée d'un an. Les dépenses furent couvertes en majeure partie par les avances de la Banque de France et des emprunts à court terme (Bons de la Défense à 3 mois, 6 mois et un an).

Le premier emprunt de consolidation fut émis en novembre 1915, au taux de 5 % et eut un vif succès.

En 1916 fut instituée la taxe exceptionnelle sur les bénéfices de guerre; l'impôt sur le revenu fut aggravé, et de nombreux autres droits majorés.

En 1917 furent institués les impôts cédulaires et l'impôt général, encore aggravé. En fin d'année fut émis l'emprunt 4 % perpétuel.

En 1918, il y eut de nouveaux relèvements d'impôts; au moment de la signature de l'armistice fut émis un 4^e emprunt, dont les résultats furent considérables.

Du 1^{er} août 1914 à fin 1918, les dépenses totales autorisées se montèrent à 158.555 millions; ce chiffre pourrait être un

peu réduit en tenant compte des dépenses autorisées et non effectuées, mais il faudrait y ajouter par contre les soldes créditeurs des comptes spéciaux créés pendant la guerre, soldes dont le total dépasse 5 milliards. Or le recouvrement des impôts ne donna guère que 23 milliards 1/2; le chiffre annuel, parti de 4.583 millions en 1914, dont un peu plus d'un milliard pour les contributions indirectes, tomba aux environs de 4 milliards en 1915, se releva légèrement en 1916, atteignit 6 milliards en 1917 et dépassa 6 milliards 1/2 en 1918; les avances de la Banque de France furent de : 4.100 millions fin 1914, 5.200 millions fin 1915, 7.600 millions fin 1916, 12.700 millions fin 1917, 17.350 millions fin 1918; les 4 emprunts de consolidation donnèrent 55 milliards nets. Le Trésor dut donc se procurer environ 65 milliards par augmentation de la dette flottante, ouverture de comptes à l'étranger...

Le budget de 1919 fut mauvais, alourdi par la lenteur de la démobilisation, les secours aux régions libérées et aux victimes de la guerre, le rattachement de l'Alsace-Lorraine, le début de la crise du change, la réadaptation de la production. Son établissement se fit comme en 1918; il portait simplement 11.050 millions pour les dépenses civiles.

Les recouvrements d'impôts atteignirent 11.938 millions dont 2 milliards 1/2 pour les contributions indirectes, contre 6.784 millions en 1918, par suite des nouvelles augmentations instaurées par le décret du 8 juillet 1919, de la hausse des prix et du produit des droits d'importation qui a plus que doublé. La liquidation des stocks donna 1.192.386.500 frs. Les recettes d'emprunt furent de 35.800 millions; les avances de la Banque de France, de 8.700 millions, atteignant un total de 26.050 millions en 1919, avec une circulation supérieure à 37 milliards. Enfin les émissions de bons du Trésor continuèrent et la dette extérieure s'accrut encore.

Le budget de 1920 fut enfin complet, divisé en :

— budget ordinaire : dépenses 17.861 millions;

— budget extraordinaire, correspondant à la réfection de l'outillage et à la liquidation des dépenses de guerre : 7.568 millions.

— budget des dépenses recouvrables : dépenses 22.089 millions.

Le total des dépenses ressortit à 47.518 millions.

Les prévisions de recettes étaient de 17.884 millions pour le budget ordinaire, dont 9.368 millions par le jeu des recettes normales et 6516 millions par le produit des charges nouvelles (dont on attendait ultérieurement 8.271 millions par an) : taxe sur le chiffre d'affaires, sur les postes et télégraphes, droits sur les alcools et boissons, etc...

Les prévisions de recettes étaient de 3 milliards environ pour le budget extraordinaire, provenant de la liquidation des stocks et de l'impôt sur les bénéfices de guerre.

En fait, le produit des impôts, bénéfices de guerre compris, fut seulement de 16 milliards et demi, auxquels s'ajoutèrent 528 millions de recettes diverses, et le produit de la liquidation des stocks, un peu plus d'un milliard 1/2; en tout, moins de 19 milliards. Cependant, grâce à l'important effort fiscal réalisé, le total des emprunts à la Banque de France ne dépassa pas 26.800 millions au 31 décembre 1920, correspondant à une circulation de 37.900 millions; la dette extérieure n'augmenta pas.

L'émission de deux emprunts consolidés et de bons de la Défense comblèrent le déficit, d'une trentaine de milliards environ.

— Le budget de 1921 accuse les chiffres de dépenses suivants :

23.263 millions pour le budget ordinaire,	
3.236 — — — — — extraordinaires,	
15.317 — — — — — des dépenses recouvrables,	
dont 595 millions pour les troupes d'occupation.	

Le total des dépenses ressortit à 42.411 millions, en diminution de 5.107 millions sur 1920.

Le total des recettes d'impôt atteignit presque 25 milliards, sans nouvelle taxation, mais par le rendement progressivement accru des mesures votées en 1920.

Restait un écart de 17 milliards $1/2$, que suffit à combler l'émission de bons de la défense, dont de nouveaux bons à deux ans.

La convention du 29 décembre 1920 entre l'Etat et la Banque de France a stipulé que la dette de l'Etat envers la Banque serait remboursée à raison de 2 milliards de francs au moins par an et que le montant des avances autorisées serait, chaque 31 décembre, réduit en conséquence d'une somme égale. Le remboursement ainsi organisé devait être assuré pour partie par le fonctionnement d'un compte « d'amortissement » qu'alimentaient des prélèvements effectués sur les produits de la Banque, en vertu de la loi du 20 décembre 1919 renouvelant son privilège.

La convention fut exécutée pour la première fois en 1921 et, le 31 décembre de cette année, l'Etat remboursa les 2 milliards prévus, dont 1.235 millions furent fournis par le compte d'amortissement. Le montant des avances autorisées fut dès lors ramené de 27 à 25 milliards.

Il y eut à plus en 1921 une légère diminution de la dette extérieure : à la fin de 1921, la France avait remboursé 4.224 millions à l'étranger.

Mais l'équilibre budgétaire n'était pas encore réalisé; le déficit restait même légèrement supérieur au montant des dépenses recouvrables. Le service de la dette représentait sensiblement la moitié des dépenses annuelles.

Les recouvrements ont passé de 4.583 millions en 1914 à 18.797 millions en 1920, sans compter les impôts communaux et départementaux; or les ressources ordinaires des départements et des communes ont passé de 1.128 à 3.187 millions environ.

Il ne faut pas oublier que les pays envahis payaient 20 % de l'impôt (et fournissaient $1/5$ des valeurs d'exportation).

VII. — Dette publique.

La dette publique est passée de 27.704 millions au 1^{er} août 1914 à 151.122 millions au 31 décembre 1918 et à 301.510 millions au 31 mai 1921.

— dont une dette intérieure de 226.346 millions (118.615 millions consolidés, 107.731 millions flottants ou à terme).

— et une dette extérieure de 75.164 (44.604 millions consolidés, 30.560 millions flottants).

L'augmentation des charges annuelles provenant de l'augmentation de la dette est supérieure à 11 milliards.

Les avances de la Banque de France, à elles seules, étaient passées de 205 millions en 1913 à 17.350 millions en 1918 (voir plus haut).

Enfin, nos créances sur l'étranger ont très sensiblement diminué de valeur; leur montant total nominal était, au 30 juin 1921, de 14 milliards, dont plus de 5 milliards sur la Russie.

VIII. — Commerce extérieur.

Entre 1907 et 1913 le déficit commercial avait été de 7.730 millions, correspondant à 50 milliards d'importations et 42.270 millions d'exportations.

Entre 1914 et 1920 ce déficit a été de 109.112 millions, correspondant à 173.641 millions d'importations et 64.529 millions d'exportations; le déficit porte pour 36 % sur les produits alimentaires, pour 60 % sur les matières nécessaires à l'industrie, pour 40 % sur les objets fabriqués.

Le déficit annuel maximum a été celui de 1919 avec 23.920 millions, mais cela tient au grand développement des transactions à cette époque; en effet, évalué par rapport au chiffre des exportations, le déficit, qui était passé de 22 % en 1913 à 180 % en 1914, 232 % en 1915, 358 % en 1916 et

372 % en 1917 et 1918 (correspondant respectivement à 21.540 millions et 17.584 millions) est retombé à 201 % en 1919. Le déficit de 1920 lui a été de peu inférieur, atteignant 23.010 millions : les exportations ont plus que doublé par rapport à 1919, mais la fin de l'année a été très mauvaise.

L'énorme déficit provient, dans son ensemble, du développement de la consommation, surtout aux armées, de la hausse des prix, de la baisse du change, etc....

Les emprunts réalisés à l'étranger et les ventes de titres étrangers ont pu en couvrir à peine la moitié; le chiffre des titres français détenus par les étrangers est évidemment difficile à connaître, mais dans l'ensemble, on peut dire que les achats de francs par la spéculation ont seuls pu combler l'écart.

En 1921, le déficit a considérablement diminué : il n'est plus que de 2.296 millions; mais le volume des transactions a, lui aussi, été très sérieusement réduit : les exportations étant tombées à 19.772 millions contre 26.894 millions en 1920, et les importations à 22.068 millions contre 49.904 millions en 1920; il faut constater toutefois que le chiffre des importations est l'un des plus faibles qui ait été obtenu depuis la guerre, alors que le chiffre des exportations dépasse nettement celui des années précédentes, 1920 exclus.

Signalons ici que les exportations de numéraires (ou plutôt les excédents des exportations sur les importations) ont été particulièrement importantes en 1920, où elles ont atteint 474 millions; elles sont tombées à 211,5 millions en 1921; en 1918 et 1919 il y avait au contraire, d'après les statistiques officielles, excédent des importations (respectivement de 55 et 140 millions).

IX. — Diminution de la fortune française entre 1914 et 1921.

La fortune française, qui était évaluée à 287.282 millions en 1908 et à 243 milliards en 1892, a certainement été très atteinte du fait de la guerre,

Toute évaluation est impossible; nous ne possédons, à différents degrés d'exactitude, que certains éléments d'appréciation : accroissement de la dette publique, diminution de la production agricole et manufacturière, augmentation du déficit commercial, dommages de guerre. Il n'est pas possible de chiffrer ce que représente la perte de 1.500.000 vies humaines et le déchet de 350.000 mutilés; très difficile de chiffrer les conséquences de la loi de 8 heures du 23 avril 1919.

D'une manière générale d'ailleurs, avant que l'on puisse tenter une évaluation même approximative de la fortune française, il faudrait au moins que soient réalisées trois conditions primordiales : que le franc soit stabilisé, que les créanciers étrangers aient fait connaître les conditions définitives du remboursement de leur créance, que le chiffre de l'indemnité allemande soit fixé et garanti.

— Ayant ainsi rappelé les conséquences générales de la guerre sur la fortune française, nous allons passer en revue quelques points qui intéressent directement notre étude.

Prix intérieurs. — Nous observerons dans les chapitres suivants les variations des prix de gros, sur le marché intérieur français, entre l'armistice et janvier 1922.

Il nous semble intéressant de montrer ici quelles ont été les variations des prix sur quelques-uns des principaux articles entre le début de la guerre et l'armistice, afin d'asseoir notre base de départ.

En fin 1918, nous constatons une hausse de 366 %. La hausse a sans doute été favorisée, au début, par les réquisitions faites sans méthode et par la consommation des armées.

Au moment de l'armistice, elle provient nettement de l'augmentation des importations en quantité et surtout en prix, par suite de la hausse des frets, de la hausse mondiale des prix...

Ainsi, en 1919, les importations seront pour les objets d'alimentation de 69.814.000 quintaux métriques, valant 10.704.485.000 frs (chiffres définitifs); le prix moyen payé par l'importateur français est donc de 154 frs le quintal alors

qu'il était de 33 frs en 1913 (55.119.000 quintaux et 1.817 millions 579.009 fr.); le prix est bien environ de 4 fois $1/2$ celui de 1913, correspondant à la hausse des prix intérieurs.

Le taux moyen annuel de l'affrètement par jour et par tonneau de jauge brute est passé de 0 fr. 37 en 1914 à 3 fr. 66 en 1918; il retombera à 3 fr. 44 en 1919 et à 1 fr. 50 en fin 1920, mais à ce moment interviendra la crise du change.

A l'intérieur, les frais de transport se sont aussi considérablement élevés, quoique dans une moindre proportion que le fret maritime. Le relèvement des tarifs de chemin de fer a été de 15 % en avril 1918 (loi du 31 mars), puis à nouveau de 140 % en février 1920 (loi du 14 février); encore ce dernier taux a-t-il été nettement dépassé pour certains produits agricoles. Le fret fluvial, lui, a décuplé, passant de 2 fr. 90 en mai 1915 à 20 fr. 30 en septembre 1920.

Quant à la hausse des marchandises elles-mêmes, elle a porté principalement sur :

— la viande dont le prix est, en 1919, 4 fois $1/2$ supérieur à celui de 1913; les importations de viande ont atteint 1.193 millions de 1914 à 1919, contre 19 millions en 1913; au total les importations de viande, sous toutes les formes, pendant la guerre, ont atteint 1.767.390.000 kilos, représentant environ 5 millions de têtes de bovidés, 3.445.500 ovins et 153.500 porcs.

— les céréales, grains et farines, sensiblement dans la même proportion de 4 fois $1/2$; encore le prix intérieur du blé a-t-il été relativement stabilisé, atteignant 73 frs le quintal en 1918 alors que le prix payé à l'étranger était bien plus élevé; c'est la conséquence de la politique du pain qui, du 16 octobre 1915, date d'application de la loi, à fin 1920, a coûté à nos budgets 7 milliards $1/2$.

— les fourrages; la hausse, déjà très forte en 1918, où elle atteignait 270 % environ, s'est encore accentuée après l'armistice, pour atteindre 380 % sur l'ensemble en 1919.

— le sucre, dont le prix a été sextuplé.

— le charbon, dont le prix à la tonne, évalué à 24 frs avant

la guerre par la Commission des valeurs en douane, a atteint un maximum officiel de 400 frs en 1919, correspondant à prix de 500 à 600 frs pour les transactions clandestines. En effet les importations de charbons et leur répartition ont été soumises à des mesures législatives et administratives de tous ordres; en 1917 a été créé le Bureau National des Charbons; jusqu'en mai 1919, des accords sont intervenus entre les gouvernements britanniques et français. En juillet 1920, par les accords de Spa, l'Allemagne s'engage à fournir 1.500.000 tonnes de charbon par mois. Dans le premier semestre 1921, malgré la grève des mineurs anglais, le prix du charbon va enfin nettement baisser.

— les huiles minérales, dont le prix a atteint son maximum au 1^{er} août 1920, avec 151 fr. 50 l'hectolitre de pétrole ordinaire à Rouen, pour se détendre légèrement à 126 frs en fin d'année, 5 fois le chiffre de 1914. Ici encore l'intervention de l'Etat a joué un grand rôle; il a assumé le monopole de l'importation; les licences d'importation n'ont été accordées sans restrictions qu'à partir du 1^{er} mai 1921, mais sous la triple condition : d'acheter une quantité égale à l'Etat (liquidation des stocks), de garder un quart en réserve, et de payer une surtaxe temporaire (30 frs l'hectolitre en 1921). Les impôts français se combinent avec les droits à la sortie des pays producteurs pour frapper lourdement ces produits.

— la fonte, les fers et aciers, dont le prix maximum, atteint en juin 1920, fut de 10 fois le prix de 1914; la baisse fut très rapide pendant le deuxième trimestre 1920, par suite de la crise industrielle.

— le coton dont le prix atteignit 1.030 frs en 1920 contre 141 fr. 60 en 1914.

— la laine, la réquisition de presque toute la production australienne par le gouvernement britannique ayant donné libre cours à la spéculation sur la laine argentine, spéculation à laquelle s'ajoutait la hausse des frets, les risques provenant des sous-marins, etc.; le prix atteignit 1.700 frs le quintal en mai 1920, contre 222 frs. 50 en juillet 1914, pour retomber à 430 frs en juillet 1921.

CHAPITRE II

Mars 1919 à Février 1920

L'année 1919 est, au point de vue économique, une mauvaise année pour la France ; elle voit la première grande chute du change et le début de la forte hausse des prix.

Nous avons vu, en examinant la « situation générale », quelles furent les dépenses et les recettes publiques, ainsi que quelques-unes des causes de l'augmentation des charges (VI. — Finances Publiques).

En sens inverse, il est vrai, le mouvement des affaires prend une extension de plus en plus grande ainsi que nous l'avons signalé au même chapitre (V. — Crédit). Mais le déficit commercial (VIII. — Commerce extérieur), quoique diminué relativement au volume des exportations, est en valeur absolu le plus important de tous et atteint près de 24 milliards.

Enfin la loi de 8 heures est votée inconsidérément, dans ces circonstances défavorables, le 23 avril 1919.

En résumé, la réadaptation aux nouvelles conditions de la paix est pénible ; elle n'est pas aidée par un effort suffisant du gouvernement ni du pays ; de sorte que la France supporte à la fois les charges qui résultent des dépenses de la guerre, des ruines de tous ordres dont celle-ci fut la cause et d'un pénible démarrage économique.

A) LE CALENDRIER DU CHANGE.

Nous avons dit au sujet de la Grande-Bretagne comment et pourquoi, à partir de mars 1919, le dollar, le franc et la livre sont désolidarisés.

La chute du franc commence avant celle de la livre, vers le milieu de mars. Dès ce moment, le ministre des Finances a fait connaître que, le Trésor britannique ayant suspendu les crédits de change au Trésor français, il ne pouvait continuer à approvisionner le marché commercial.

La chute est également beaucoup plus brusque que celle de la livre; elle est très rapide et presque continue, malgré de violents ressauts momentanés, jusqu'en février 1920.

Il est difficile d'en classer les petits mouvements. Cependant on peut distinguer : 1^o des périodes de baisse relativement lente, 2^o des périodes de chute très brusque, 3^o des reprises très momentanées mais parfois importantes, faisant généralement suite aux précédentes.

Etudions le détail des faits :

11 Mars-1^{er} Avril. — C'est le premier décrochement. La prime du dollar sur le franc passe en 3 semaines de 106 à 116,6 avec un ralentissement assez net au milieu de la période. (La prime sur la livre passe parallèlement de 102 à 105 entre le 18 mars et le 1^{er} avril).

1^{er} Avril-6 Mai. — Mouvement très ralenti, presque un palier, partant de 116, 6 pour aboutir à 116, 5; mais il se décompose en une reprise assez nette du 1^{er} au 8 avril (prime 114) — réaction contre la baisse rapide qui précède — une baisse lente et continue du 8 au 29 avril (prime 117) et une légère reprise en début de mois.

(Pendant la même période la prime sur la livre se maintient constamment entre 104 et 106).

C'est à la fin de cette période que le dollar a retrouvé partout le pair, sauf en Espagne et en Suisse; jusque là les mou-

vements du franc et de la livre par rapport au dollar continuaient à être influencés dans une certaine mesure par les oscillations de cette devise; cette cause de trouble va tendre à disparaître; elle ne sera définitivement éliminée qu'au moment où les Etats-Unis rendront la liberté aux mouvements de l'or.

Notons que les avances des Etats-Unis aux Alliés ont continué, quoique lentement. En fin mars, en effet, leur total dépassait 8.857 millions de dollars; or, un vote du Congrès a décidé qu'elles pourraient se poursuivre jusqu'à la signature de la paix, dans les limites d'un maximum fixé à 10 milliards de dollars. Au début d'avril une nouvelle série, sur laquelle 85 millions reviennent à la France (25 millions à l'Italie....), en portent le total à plus de 9 milliards. Vers fin avril nouvelle série, mais dont la France ne bénéficie pas (100 millions à l'Angleterre, 5 à la Roumanie, 268.000 dollars à la Serbie). Au début de mai la France reçoit encore 50 millions de dollars.

Signalons en passant, au début d'avril, la signature d'une convention économique franco-suisse, renouvellement de celle du 29 décembre 1917 qui, une première fois prorogée, était arrivée de nouveau à expiration.

Au début de mai, le gouvernement français publie un décret supprimant les restrictions à l'exportation sur un certain nombre de produits intéressant directement l'alimentation, la reconstruction des régions libérées et la monnaie, tout en laissant subsister le contrôle à la sortie. Il fait connaître qu'il étudie la suppression graduelle des prohibitions à l'importation mais que cette suppression est liée à des accords avec les alliés, ou tout au moins à des mesures de réciprocité de leur part.

6-20 Mai. — Baisse très brusque du franc, la prime passant en quinze jours de 116, 5 à 125, 9. (Pendant ce temps la livre tend au contraire à remonter).

Quelles que soient les raisons profondes de la chute, cette accélération subite est due vraisemblablement à un assaut de la spéculation contre la devise sur la place de Londres. Dès ce moment, le public est officieusement averti qu'il y a intérêt à s'approvisionner directement aux Etats-Unis, où les règlements semblent plus faciles — et de recourir le moins possible aux entrepôts de Londres qui abusent de leur rôle d'intermédiaires. Nous retrouvons ici sous son incidence française le début de la lutte des places que nous avons examinée longuement au sujet de la Grande-Bretagne; nous constatons que les Etats-Unis ont bénéficié des excès commis au début par le marché de Londres, de même que plus tard celui-ci profitera des fautes américaines.

La Banque de France met à la disposition du marché national des dollars prélevés sur le crédit de 200 millions que le Trésor lui a transférés en août 1918; mais ils ne peuvent être utilisés que pour le règlement de marchandises achetées aux Etats-Unis et non pour procurer, par arbitrage, les livres sterlings nécessaires; nouvelle raison pour tenter de réduire les règlements sur Londres.

Au cours de cette période, le gouvernement prend courageusement le décret supprimant les interdictions à l'importation des matières premières, de manière à permettre la reprise de l'industrie, dût momentanément le change en souffrir.

La promulgation de ce décret a pu aviver le mouvement de spéculation, dont le point de départ avait été le dépôt d'un projet de loi autorisant un nouvel emprunt de trois nouveaux milliards à la Banque de France.

20 Mai-17 Juin. — Arrêt de la baisse et tendance irrégulière à la hausse; la prime passe de 125, 9 à 121, 8.

L'amélioration se dessine dès le lendemain du jour où M. Klotz, Ministre des Finances, a déposé de nouveaux projets d'impôts à la Chambre et exposé au Sénat notre poli-

tique financière. D'ailleurs, dans la quinzaine précédente, le compte des avances de la Banque à l'Etat a été réduit de 300 millions. Il y a là manœuvre très nette du gouvernement sur le facteur psychologique.

Il y a un léger arrêt dans le mouvement au début de juin (prime de 123, 5 le 3 à 124, 2 le 10 juin); la spéculation semble hésiter; les résultats de la manœuvre française s'estompent; au contraire, la préparation des décrets supprimant les dernières prohibitions à l'importation est cause que l'offre se réserve, tandis que les demandes tendent à s'accroître.

La hausse reprend dès après la Pentecôte, à l'annonce de la signature prochaine de la paix.

Notons que, pendant cette période, le dollar a retrouvé le pair à Genève; quant à la livre, elle reste stable.

17 Juin-29 Juillet. — Période de baisse continue (Prime de 121, 8 à 138, 5); elle coïncide avec le premier affaissement de la livre dont nous avons analysé les causes : importants mouvements d'or à la suite de la décision des Etats-Unis rétablissant la liberté d'exportation du métal.

Le 23 juin a eu lieu la signature du traité de Versailles; mais, nous l'avons vu, la spéculation à la hausse avait escompté et précédé l'événement. Par contre, la flotte allemande est coulée à Scapa-Flow et cet incident fait mal augurer de la bonne volonté allemande.

En ce qui concerne spécialement la France, la Chambre adopte le projet Klotz, élevant de 36 à 40 milliards le montant des billets pouvant être émis par la Banque de France.

Pendant cette période a lieu le lancement du grand emprunt britannique des Victory Bonds et Funding Loans.

Le dollar est vraiment devenu l'équivalent de l'or; le mark a été coté pour la première fois sur la place de New-York.

29 Juillet-5 Août. — Brusque mouvement de hausse (prime de 138, 5 à 131, 8) sans lendemain, suivant de très près un mouvement analogue de la livre.

Nous avons attribué le mouvement de la livre à un effort très net de la Grande-Bretagne; celle du franc en est la conséquence et est aidée par un effort du gouvernement français.

Celui-ci s'est entendu avec un groupe de banquiers américains pour placer 50 millions de dollars, en bons du Trésor à 60 et 90 jours, suivant ainsi la voie tracée par le gouvernement britannique; dès le début d'août nous observons une émission de 5 millions de dollars sur le marché de New-York par la maison Morgan.

Le 1^{er} août a eu lieu, sans opération de change, le remboursement de l'emprunt émis à New-York 3 ans auparavant, au bénéfice de la France, par l'Américan Foreign Securities (100 millions de dollars).

Enfin de nouveaux crédits viennent d'être alloués à la France : 25 millions par le Canada, 157 millions de dollars par les Etats-Unis.

5 Août — 16 Septembre. — Baisse très rapide, sauf un ressauf le 26 août, suivi pendant deux semaines d'une baisse un peu ralentie; elle finit très brutalement entre le 9 et le 16 septembre. La prime passe de 131, 8 à 176, 2.

Le début du mouvement coïncide avec une baisse importante de la livre; quant au mark, son mouvement pendant toute la période est presque parallèle à celui du franc.

Il y a là nettement manœuvre des Etats-Unis qui tendent à se désintéresser de l'Europe, au point de vue économique, et à conquérir la place. Ils viennent de vendre leurs stocks à la France pour 400 millions de dollars, avec de larges délais de paiement.

16-30 Septembre. — Détente presque aussibrusque que la fin de la baisse précédente; la prime passe de 176, 2 à 159, 2; réaction analogue pour la livre et pour le mark.

C'est la fin normale d'un mouvement de spéculation. La détente s'est produite à la Bourse de Paris sur le bruit que

les Etats-Unis étaient disposés à conclure des arrangements relatifs aux dettes interalliées.

30 *Septembre-9 Décembre*. — Baisse continue, avec un palier du 14 octobre au 4 novembre et une fin très brutale. La prime passe de 159, 2 à 226, 5.

Ce mouvement présente les mêmes caractéristiques que le précédent; il est encore accompagné par un mouvement analogue, toutes proportions gardées, de la livre et du mark.

Son point de départ est un démenti publié par le Secrétaire du Trésor des Etats-Unis sur les bruits qui avaient courus relativement aux dettes; il déclare qu'aucun arrangement n'est intervenu pour la capitalisation des intérêts annuels et qu'il est seulement « disposé à étudier la question ». Toujours du point de vue américain, le Sénat adopte une attitude de plus en plus hostile à la ratification du traité de Versailles. Enfin, en décembre, le secrétaire du Trésor se prononce devant le Congrès contre la conclusion d'un accord avec les alliés en vue de stabiliser les changes; il semble admettre par contre la transformation des dettes alliées en obligations à long terme et l'ajournement du versement des intérêts correspondant aux deux premières années.

Le franc subit encore le contre-coup de la chute de la livre, tout spécialement atteinte par la grève des charbonnages britanniques, par d'importants règlements d'importations cotonnières, par le remboursement d'obligations britanniques, par des rapatriements de devises en vue de souscriptions à l'emprunt de 250 millions de dollars émis par la Banque Morgan pour le compte de la Grande-Bretagne.

Le franc est enfin directement atteint par les exodes de capitaux, surtout de capitaux étrangers, vers les places de New-York et de Londres, où ils sont attirés par l'élévation du taux de l'intérêt.

9-16 *Décembre 1919*. — Hausse très courte et très brusque (La prime passe de 226, 5 à 199, 5).

C'est le complément du mouvement de spéculation que nous venons de signaler, se manifestant également sur la livre (quoique moins brutalement) et à une mesure moindre sur le mark. L'analogie avec le double mouvement précédent (5 août-16 septembre-30 septembre) est frappante.

A la Bourse de Paris, la hausse a été causée très nettement par des achats de francs commandés de Londres (on a pensé à ce moment y voir une relation avec un vague projet d'emprunt français en Angleterre.)

16 *Décembre* 1919-3 *Février* 1920. — Reprise très rapide de la baisse, qui s'accélère et finit très brusquement. La prime passe de 199, 5 à 278 (de 224 à 278 dans les deux dernières semaines).

Cette fois-ci encore nous constatons une très forte baisse de la livre; c'est même la plus brutale de toutes celles qui se sont exercées sur elle. Le mark est aussi très vivement atteint.

Nous sommes au moment de la grande manœuvre des Etats-Unis, momentanément maîtres de la position de place. Cette manœuvre a été favorisée, sinon volontairement appuyée par les déclarations publiques de M. Carter Glass, Secrétaire du Trésor, à M. Fergusson, Président des Chambres de Commerce des Etats-Unis par lesquelles le Secrétaire du Trésor se refuse à la réunion d'une conférence financière internationale. L'idée de cette conférence avait été lancée par un certain nombre de groupes financiers qui en avaient soumis le programme, sous forme de mémorandum, aux pays intéressés.

La baisse du franc a d'ailleurs commencé avant celle de la livre, au moment où le chancelier de l'Echiquier a retiré l'autorisation de négocier l'émission des nouvelles obligations du Crédit National au Stock Exchange de Londres; quel qu'ait été le résultat pratique attendu de cette autorisation, la tendance que manifestait son retrait était évidemment très défavorable.

En France, notons pendant cette période la tendance qui s'affirme vers une nouvelle orientation fiscale; en fin d'année la nouvelle Chambre a voté le relèvement des tarifs de chemin de fer, ainsi qu'un relèvement du prix du pain, de celui du sucre, des tarifs administratifs... Dans le courant du mois de janvier, à la suite de l'élection de M. Deschanel à la Présidence de la République (échec de Clemenceau), un nouveau Ministère, rapidement formé par M. Millerand, appelle aux Finances un banquier: M. François Marsal; avant son départ, M. Klotz a déposé le projet de budget 1920.

B) LES PAIX DE GROS.

La baisse qui se manifeste jusqu'en mai 1919 est la continuation régulière de celle que nous avons observée depuis l'armistice et commentée dans un chapitre précédent (Section I). L'index minimum atteint est de 332.

Dès mai se dessine un mouvement de hausse, d'abord lent (4 points entre mai et juin), brusquement très rapide en juillet (20 points), arrêté en août (baisse de 1 point), enfin très rapide et continu à partir de septembre: l'index, qui était de 355 en août, atteint 432 en décembre, 497 et 533 respectivement en janvier et février 1920; il atteindra son maximum de 600, par une hausse accélérée, en avril.

La tendance est analogue en Grande-Bretagne, mais beaucoup moins intense (l'index passe de 236 à 316 entre mai 1919 et février 1920).

Quant à l'*index-or français*, il a baissé très rapidement depuis l'armistice jusqu'en mai 1919, passant de 340 à 272; il hésite en juin et juillet, la hausse des prix intérieurs étant à ce moment du même ordre que la baisse du change (les deux mouvements débutent à peine); puis il reprend sa tendance nette vers la baisse; après un grand nombre d'oscillations, il atteindra 200 en février 1920, tendant vers un

minimum de 194 en avril, au moment même du maximum des prix intérieurs.

Si l'on compare l'index-or français à l'index-or britannique, on constate que le premier était très supérieur au second au moment de l'armistice (340 contre 211 en novembre 1918); mais que l'écart a diminué d'une façon rapide et presque constante pour se renverser définitivement à partir de septembre 1919. Les deux index-or restent assez voisins jusqu'en février 1920 (218 contre 200) et ne s'écartent nettement que par la suite.

En ce qui concerne l'*indice des importations*, sa hausse est rapide et presque continue d'avril 1919 à avril 1920; elle traduit surtout la baisse du change, mais est légèrement amplifiée par la hausse des prix intérieurs américains. L'indice avait été très voisin du chiffre britannique, à peine supérieur, jusqu'en avril 1919 (210 contre 211); il s'en écarte ensuite de plus en plus rapidement, atteignant 490 en décembre 1919, 690 en février 1920 (contre 360, comme maximum anglais) et tendant vers 820 en avril.

C) INFLATION.

Le chiffre représentatif de l'inflation marque une ascension presque continue, par gradins, jusqu'en fin 1919; parti de 350 en décembre 1918, il passe à 410 en mars 1919 et à 465 en décembre; il demeure aux environs de ce chiffre — en-dessous de lui — en janvier et février 1920.

Or l'encaisse reste sensiblement constante; elle était d'environ 5.750 millions au 15 novembre 1918; nous la trouvons à 5.850 millions le 7 mars 1919 et elle se maintient sensiblement à ce chiffre jusqu'en mars 1920.

Mais la circulation augmente constamment au cours de l'année 1919; les avances de la Banque à l'Etat, qui atteignaient 19 milliards au moment de l'armistice et étaient

tombées à 16 milliards 1/2 en décembre 1918, passent à 20 milliards au début de février 1919, 21 milliards au début de mars, 22 milliards au début d'avril, 23 milliards au début de mai; puis un ralentissement se marque pendant quelques mois, le maximum autorisé étant presque atteint; à la suite de la loi élevant ce maximum de 24 à 27 milliards, le mouvement reprend : les 24 milliards sont atteints au début de septembre, les 25 milliards le 9 octobre, les 26 milliards le 20 novembre; puis nouvel arrêt, les avances oscillant légèrement autour de ce chiffre jusqu'en février 1920.

La circulation suit un mouvement sensiblement parallèle à celui des avances : 30 milliards 1/2 à l'armistice, 29 milliards en décembre 1918, 32 milliards 1/2 le 13 février 1919, 33 milliards au début de mars, 33 milliards 1/2 au début d'avril; 34 milliards au début de mai, 35 en juillet, puis ralentissement; les 36 milliards ne sont atteints qu'au début d'octobre, les 37 milliards au début de novembre, les 38 milliards au début de janvier 1920; puis un arrêt, les 38 milliards sont à peine dépassés et la circulation est de nouveau un peu inférieure à ce chiffre en fin février.

INTERPRÉTATION.

Le début de la baisse du change français a coïncidé avec la suspension des avances américaines, conséquence de la suspension des avances britanniques dès après l'armistice et de la lutte anglo-américaine pour la position de place.

« Cette rivalité des deux changes a été à l'origine la cause déterminante de l'attitude adoptée par nos alliés anglais et nos associés américains au regard de cette question des avances de Trésorerie, dont nous avons escompté la continuation au moins pendant la période de réparation de nos ruines » (M. Decamps, *Les changes étrangers*).

Ceci dit, la baisse progressive du franc est sans conteste le résultat de l'aggravation dans la situation économique du pays au cours de l'année 1919.

Mais la spéculation étrangère intervient presque dès le début par des achats de francs; dès mai 1919 on a constaté que le solde des avoirs étrangers augmentait chaque fois que le franc baissait notablement; cette spéculation fournit sans conteste des crédits à la France; elle permet au gouvernement de boucler plus facilement son budget de 1919 en éliminant de la circulation un grand nombre de devises et en facilitant de la sorte les émissions de billets.

Ces crédits coûtent cher, car ils contribuent puissamment à l'instabilité de la devise : le moindre affolement de l'opinion aboutit, dès qu'une nouvelle mauvaise ou tendancieuse est lancée, à alourdir la devise, souvent au moment précis où il est nécessaire de recourir à des opérations de change.

Ainsi l'allure de la baisse est artificiellement intensifiée d'une façon caractéristique en décembre 1919 et surtout au début de 1920, de même que pour la livre, toutes proportions gardées — et même que pour le mark. Nous en avons souligné les causes au sujet de la Grande-Bretagne : conquête de la position de place par les Etats-Unis et mouvements désordonnés de la spéculation américaine, ivre de sa victoire et l'exploitant inconsidérément. De plus, si les Etats-Unis sont momentanément les grands maîtres du marché mondial, Londres reste l'intermédiaire d'un grand nombre de transactions entre l'Ancien et le Nouveau Continent; dès lors le franc est atteint par la spéculation américaine à la fois directement et indirectement, en tant qu'il subit les contre-coups de la livre; de plus, la spéculation anglaise vient s'ajouter à la spéculation américaine et en amplifier généralement les effets.

Les oscillations du franc et de la livre sont de plus accompagnées à plusieurs reprises, au cours de l'année 1919,

d'oscillations parallèles du mark, toutes proportions d'amplitude et de niveau gardées; nous avons déjà expliqué au sujet de la Grande-Bretagne que, dans la première partie de l'année, ces mouvements simultanés correspondent à une oscillation du dollar et que plus tard ils correspondent à des tendances de la spéculation américaine vis-à-vis de « l'Europe ».

Enfin nous avons vu à la même occasion pour quel motif les oscillations ne sont pas les mêmes, suivant qu'on les compare aux devises neutres ou au dollar.

La tendance générale à la baisse étant admise, celle-ci s'opère non pas régulièrement, mais par un processus qui est généralement le suivant :

— un événement quelconque, soit d'ordre politique soit — plus rarement à l'époque envisagée — d'ordre économique, provoque tout d'abord une ambiance défavorable : une baisse s'amorce; en fin 1919 et commencement 1920, ainsi que nous l'avons déjà indiqué, l'événement est souvent remplacé par une manœuvre volontaire des milieux financiers;

— mais la baisse, dès qu'elle s'ébauche, devient un facteur psychologique par elle-même et même le facteur principal; le mouvement s'intensifie de ce fait et s'accélère;

— à un moment donné, un événement favorable intervient ou bien encore la rapidité excessive de la baisse elle-même amène une réaction de hausse, souvent brutale, mais peu durable.

Disons tout de suite ici qu'au cours des années suivantes, nous verrons ces oscillations se multiplier et devenir de plus en plus brutales, alors même que les variations du niveau de la devise seront bien moins importantes; c'est que les spéculateurs, ayant observé la répétition régulière des phénomènes, cherchent à les déclancher artificiellement et à les intensifier; ils en font l'occasion de manœuvres à court terme, manœuvres sur les cotes journalières ou hebdomadaires, se greffant sur la spéculation à long terme (qui joue, elle, sur les variations de niveau).

Le marché de Paris est particulièrement susceptible, le volume des affaires y étant beaucoup moins important que sur ceux de New-York et de Londres et l'absence de réserves ne permettant pas aux milieux français de contrarier les pressions étrangères — comme Londres le fait et le fera de plus en plus systématiquement. Aussi est-il possible d'y suivre tout à fait nettement à certaines époques le « travail » des spéculateurs. Nous en citerons un exemple, celui de la semaine du 15 au 20 septembre 1919 qui est caractérisé par une très brusque hausse du franc :

Le lundi 15, quinze cours au maximum sont inscrits pendant la séance; les transactions portent sur 150.000 livres environ qui sont vendues par petits paquets — de 3 à 5.000 livres au plus — avec une hausse de 15 à 20 centimes entre chaque vente; or ce sont constamment les mêmes acheteurs qui opèrent, insoucians de la hausse que, volontairement ou non, ils contribuent à amplifier progressivement. Mais le lendemain le mouvement de hausse continue de lui-même et les mêmes intermédiaires vendent, hors bourse, de gros stocks à une cote exceptionnellement bonne; le montant des livres portées sur le marché atteint 800.000 unités, une part sortant évidemment par l'attrait naturel de la hausse, mais une grosse part étant réalisé par les spéculateurs de la veille.

Quinze jours après, le lundi 29 septembre, a lieu une baisse très brutale du franc, sous l'influence des mêmes maisons qui manœuvraient à la hausse le 15 septembre.

Ainsi les crédits de spéculation faussent complètement les indications du change.

— Passons au *prix de gros*. Nous ne reviendrons pas sur la fin de la baisse jusqu'en mai 1919, qui n'offre aucune caractéristique nouvelle.

Quant à la hausse, hésitante au début, puis continue et même accélérée jusqu'en avril 1920, elle est très nettement, au début, la double conséquence de la hausse des prix amé-

ricains et de la baisse du change; l'index est à la remorque de l'indice des importations; caractéristique à ce point de vue est son arrêt anormal et subit entre juillet et août, qui ne peut s'expliquer par les conditions du marché intérieur.

Par la suite au contraire, à partir de septembre, la hausse devient très régulière et n'a plus de rapport direct avec celle des importations; elle a pris l'allure d'un mouvement propre, et non plus celui d'un mouvement dirigé.

Quant à son importance, elle est considérable; les prix ont presque doublé entre mai 1919 et avril 1920 (l'index a passé de 332 à 600), alors que le maximum de l'index américain, en mai 1920, et son minimum, en février 1919, sont dans un rapport inférieur à 1, 5 (272 contre 201) et que le maximum anglais de juillet 1920 est à peine égal à une fois 1/2 le minimum de mai 1919 (347 contre 236).

Ses causes peuvent dès lors s'analyser comme suit :

a) influence de la hausse des prix mondiale, due à la vague de consommation que nous avons déjà étudiée à propos de la Grande-Bretagne.

b) considérations spéciales d'économie intérieure, dont les principales sont :

La loi de 8 heures. — Votée le 23 avril 1919, elle cause une diminution brutale dans la production, particulièrement inopportune, tant par la réduction même des heures de travail que par sa répercussion sur l'état d'esprit de la classe ouvrière; elle sert également de prétexte aux producteurs pour résister à toute pression des consommateurs dans le sens de la limitation des prix.

Il est un fait, c'est que les prix commencent à monter dès le mois qui suit le vote de la loi.

Les régions dévastées. — Si l'Etat n'est plus le grand consommateur pour les besoins de l'armée, il devient le grand banquier des régions dévastées.

Au début, la seule conséquence en est le gaspillage des deniers publics dans les travaux de première urgence, effectués en régie. Le budget en supporte la charge, concurrence avec celle qu'entraîne la liquidation très onéreuse des dépenses de guerre et des stocks.

Mais, dès le milieu de 1919, la production privée intervient dans une mesure de plus en plus large : les entreprises et la main-d'œuvre commencent à affluer vers ces régions ; les industries se remontent les premières et commencent, au fur et à mesure de leur reconstruction, à travailler pour les R. L. ; les fournisseurs de matériaux sont débordés de toutes parts et jouissent d'un véritable monopole de fait.

Or tout le monde pousse simultanément à la hausse : les producteurs et les ouvriers profitent de ce que les prix ne sont pas soumis à la concurrence, mais fixés arbitrairement, l'Etat étant seul à en subir les répercussions ; les sinistrés cherchent à obtenir les indemnités les plus élevées et, bien loin de protester contre les hausses incessantes, en font état devant les commissions cantonales. (Ces commissions, juridictions mixtes où les sinistrés sont largement représentés, se bornent à constater les prix sans avoir à les discuter ni à agir sur eux).

Le seul contre-poids devrait être l'Etat, le grand payeur. Mais le contre-poids ne joue pas : le gouvernement accepte et provoque presque la loi de 8 heures, n'exige pas l'effort fiscal nécessaire et pousse à la reconstruction sans s'inquiéter des conséquences financières : « L'Allemagne paiera ».

Aussi l'inflation des prix dans les R. L. est-elle interrompue et apparaît-elle sans limite ; la capacité d'absorption étant pratiquement infinie et la capacité de production réduite, toute hausse sur un point amène une hausse sur tous les autres et ainsi de suite.

Le mouvement se répercute ensuite à l'intérieur du pays.

c) Conditions particulièrement défavorables des règlements extérieurs, et en particulier baisse du change dont

la hausse des prix intérieurs américains jusqu'en février 1920 ne fait qu'accentuer les effets, traduits par la hausse rapide de l'indice des importations. Ce facteur est surtout important au cours de l'année 1919; nous avons vu en effet que la balance du commerce extérieur atteint, pour cette année, son déficit maximum, près de 24 milliards; les importations sont de toute nature : alimentaires, la lenteur de la démobilisation et la dévastation des régions libérées n'ayant pas encore permis à la production agricole de reprendre; en matières premières, le développement de la production ayant pour première conséquence d'en accroître considérablement la demande; en produits fabriqués, la reprise de la consommation ayant été beaucoup plus rapide que celle de la production. Aussi la hausse des importations cause-t-elle une hausse des prix dans presque tous les domaines.

Nous avons eu l'occasion d'indiquer que, d'après les premières irrégularités, on peut conclure à l'influence primordiale de ce facteur (l'indice des importations) sur le début du mouvement. Au contraire cette influence diminuera progressivement, la hausse des prix prenant une allure propre.

d) enfin spéculation, surtout à la fin de 1919 et en 1920; malgré l'intensification de la production — retardée d'ailleurs par la loi de 8 heures — les besoins sont tellement démesurés, ne serait-ce qu'à cause de la reconstitution, que la loi de l'offre et de la demande ne peut pas jouer; aussi la hausse ne peut-elle être limitée que par une résistance volontaire du consommateur ou par le manque de moyens de paiement; or la résistance du consommateur est désarmée par le prétexte de la baisse du change, dans l'impossibilité de faire la part de l'importation et de la production nationale, et par celui de la loi de 8 heures; quant aux moyens de paiement, nous verrons plus loin qu'on ne peut parler de leur insuffisance au cours de cette période, bien au contraire. En conséquence, la hausse a été intensifiée artificiellement par les producteurs dans l'ensemble

de la France en fin 1919 et en 1920, sans aucun rapport avec l'augmentation des prix de revient; cette intensification fut surtout le fait : des producteurs agricoles, dont les bénéfices se sont traduits par des achats de terres et un développement incontestable de la richesse dans les campagnes; des producteurs de matériaux et spécialement de matériaux de construction demandés par les régions libérées, dont les bénéfices atteignirent des proportions fabuleuses, dépassant 100 et même 200 0/0 dans certains cas.

— Il nous reste à parler de l'*inflation*. On peut dire d'une manière générale que l'histoire de l'inflation est celle de la circulation, l'encaisse n'ayant pas sensiblement varié entre fin 1918 et début 1920, et que les variations de la circulation suivent elles-mêmes de très près celles des avances de la Banque de France à l'Etat.

Il y avait eu diminution vers la fin de 1918, les finances publiques se trouvant momentanément soulagées par la suppression d'un certain nombre de dépenses de guerre.

Mais l'augmentation reprend vigoureusement dès le début de 1919 jusqu'en mai; à ce moment les prix intérieurs sont encore en baisse; mais les charges de l'Etat s'alourdissent très vite, en particulier par le développement de la reconstitution. Puis un ralentissement intervient de mai à septembre, le maximum des avances autorisées étant presque atteint; mais il est probable que les émissions de bons du Trésor se multiplient à ce moment; nous avons vu que des placements sont effectués aux Etats-Unis, par l'intermédiaire de la Banque Morgan, concurremment avec ceux des bons anglais. L'augmentation reprend vigoureusement en fin 1919; elle s'arrête de nouveau au début de 1920; à ce moment l'emprunt du Crédit National a pu soulager dans une certaine mesure les finances publiques.

Il convient de remarquer que l'allure de l'inflation ne semble manifester aucune relation directe avec celle des prix ou du change; l'augmentation est plus forte dans la

première partie de 1919, où les prix sont en baisse et le change peu atteint, que dans la seconde partie; elle s'arrête au début de 1920, au moment même où la hausse des prix et surtout la baisse du change accélèrent nettement leur allure. Inversement les variations de l'inflation ne doivent pas influencer sensiblement sur celles des prix et du change, dans la période envisagée: entre mai 1919 et février 1920 les prix ont augmenté de 60 0/0 et la prime de l'or de plus de 100 0/0, alors que la circulation n'a augmenté que de 11,5 0/0.

Par contre le niveau élevé de l'inflation a certainement facilité la hausse des prix et encouragé la consommation par la présence sur le marché d'une grande quantité de moyens de paiement; entre juillet 1914 et l'armistice, la circulation a passé de 6 milliards à plus de 30 milliards; elle a donc quintuplé; or, le change a été maintenu au voisinage du pair; les règlements extérieurs ont été effectués en majeure partie par le gouvernement; les transactions de place à place ont été très réduites; toute cette circulation se trouve donc sur le marché intérieur français. Il y a de plus, en fin 1918, environ 30 milliards de bons de la Défense Nationale qui servent en partie — mais en faible partie seulement — de moyens de paiement. Il faut faire intervenir par contre, en déduction, les milliards d'or et d'argent monnayés qui étaient avant la guerre en circulation effective et qui ont disparu: terrés, exportés en fraude ou versés à la Banque de France. De plus les dépôts dans les Banques augmentent au fur et à mesure que la circulation croît; et la part inutilisée, toujours sensiblement dans la même proportion, croît également.

Quoi qu'il en soit, pendant la guerre, la circulation a été très intense, par suite de l'absence à peu près totale du crédit et de la production du matériel militaire. Après l'armistice, les régions libérées ont été un champ grand ouvert dans lequel son trop plein a pu se répandre. Enfin, dès que

la baisse du franc a commencé, la spéculation au change est intervenue et a accaparé des stocks considérables de billets.

Il n'en reste pas moins que jusqu'en février 1920, si rien ne nous permet de penser qu'il y ait eu engorgement des moyens de paiement, nous pouvons tout au moins admettre que leur défaut ne s'est jamais fait sentir et ce facteur, qui tend dans les époques normales à limiter automatiquement les hausses de prix, n'a pas joué.

CONCLUSIONS

Nous retiendrons des considérations qui précèdent les conclusions suivantes :

1^o La baisse du *change* entre mars 1919 et février 1920 a consisté en un *réajustement* justifié par la situation économique très défavorable de la France au cours de l'année 1919;

2^o Mais dès le début, la *spéculation* étrangère est intervenue; ses conséquences ont été entre autres les suivantes :

— elle a facilité en 1919 la politique financière du gouvernement et les émissions de billets.

— elle a ralenti la baisse à son début et contribué à maintenir le niveau de la devise au-dessus de celui qui eût résulté du libre jeu des phénomènes économiques.

— elle a été la cause primordiale de l'instabilité du change; sa susceptibilité, exploitée bientôt par la manœuvre, a causé des oscillations continues et périodiques dont nous avons étudié en détail le mécanisme.

— elle a produit, en fin décembre 1919 et commencement 1920, une accélération artificielle de la baisse sur la devise.

— dans cette dernière période, la devise a pu atteindre par moments et même d'une manière générale des cotes inférieures au niveau qui eût résulté du libre jeu des circonstances économiques; et cela bien que toutes les devises

détenues par la spéculation n'aient pas été jetées sur le marché, loin de là. Rien ne nous permet d'ailleurs de définir, même approximativement, un « juste niveau » théorique, ni par suite d'affirmer que le change soit resté en deçà ou soit allé au delà. Tout ce que nous pouvons dire c'est que la spéculation a faussé complètement les indications du change, tant dans les variations que dans l'ordre de grandeur de sa dépréciation.

3° La baisse des prix jusqu'en mai 1919 est le prolongement de celle que nous avons constatée depuis l'armistice et étudiée dans un chapitre précédent (Section I).

4° La *hausse des prix*, hésitante entre mai et août 1919, puis continue et accélérée jusqu'en avril 1920, résulte d'un ensemble de causes juxtaposées :

— au début elle est très nettement la double conséquence de la hausse des prix américains et de la baisse du change : cause effective tout d'abord, qui devient par la suite un prétexte dont abusent les producteurs, la loi de l'offre et de la demande ne jouant pas, pour accélérer artificiellement le mouvement sans rapport avec l'augmentation des prix de revient.

— dans son ensemble, elle est un aspect de la hausse des prix mondiale, déjà étudiée à propos de la Grande-Bretagne ;

— au point de vue intérieur, son accentuation est le fait de la loi de huit heures et surtout des besoins démesurés des régions dévastées.

5° L'*inflation* est très nettement d'origine *fiscale* ; ses mouvements n'ont aucun rapport avec ceux des prix ou du change ; ils sont d'une manière générale parallèles à ceux des avances de la Banque de France à l'Etat, avec un certain décalage.

6° Au point de vue des relations entre les différents éléments :

— Aucune influence sensible des prix ou de l'inflation sur le change.

— Influence très nette de la baisse du change, combinée avec la hausse des prix intérieurs américains, sur la hausse des prix; cause du mouvement à son début, cause et surtout prétexte de son accélération en fin 1919 et commencement 1920.

— Aucune influence sensible de l'augmentation de l'inflation (11, 50/0 entre mai 1919 et février 1920) sur la hausse des prix (60 0/0 au cours de la même période); mais influence du niveau élevé de la circulation, quintuplée entre juillet 1914 et fin 1918, par la présence sur le marché d'une grande quantité de moyens de paiement que les débouchés des régions libérées et les achats de la spéculation ne suffisent pas à absorber complètement au cours de l'année 1919; s'il n'y a pas eu à proprement parler engorgement des moyens de paiement sur le marché, tout au moins leur défaut ne s'est-il jamais fait sentir, et ce facteur habituel des limitations de hausse n'a pas joué.

— Aucune influence sensible de la baisse du change ou de la hausse des prix sur l'augmentation de l'inflation : l'accroissement de la circulation a constamment été déterminé par des considérations purement fiscales et jamais, nous venons de le voir, le manque de moyens de paiement ne s'est fait sentir; l'arrêt des émissions au début de 1920 se produit précisément au moment où la hausse des prix et surtout la baisse du change accélèrent nettement leur allure.

6° Nous ne constatons *aucune intervention sérieuse du gouvernement français*, contrairement à ce que nous avons fait pour le gouvernement britannique.

Sans doute la liberté a été progressivement rendue dans une très large mesure aux exportations, puis aux importations, au cours de l'année 1919; cette mesure correspond à des vues d'avenir et nous avons admis, à propos de la Grande-Bretagne que l'intervention dans cet ordre d'idée était intéressante, bien qu'elle dût immédiatement influencer

plutôt défavorablement sur le change. Mais cette direction n'a pas été constamment suivie et nous verrons, au cours des années suivantes, que la loi sur les exportations de capitaux a été maintenue.

Le placement de bons du Trésor aux Etats-Unis a été entrepris par la banque Morgan pour le compte de la France comme pour le compte de la Grande-Bretagne, mais postérieurement et, semble-t-il, avec moins de continuité; il faut reconnaître que la France n'avait pas dans les milieux bancaires les mêmes moyens d'action que la Grande-Bretagne.

Aucune utilisation de l'encaisse-or n'a été tentée; par contre, l'accroissement de la circulation n'a pas été constante et des efforts semblent avoir été faits pour la limiter en fin 1918, au milieu de 1919, enfin au début de 1920, mais sans grande conviction ni continuité de vues.

L'effort fiscal a été tout à fait insuffisant.

CHAPITRE III

Février 1920-Janvier 1921

L'année 1920 marque à bien des points de vue une amélioration sur 1919, principalement au point de vue fiscal; nous observons un très gros effort dont l'effet commencera seulement à se faire sentir en fin d'année; au point de vue commercial, l'amélioration de la balance est certaine dans les premiers mois, et, malgré la crise mondiale des affaires dans les mois qui suivent, le déficit annuel sera légèrement inférieur à celui de 1919.

Mais l'année 1920 va supporter tout d'abord les conséquences de l'année 1919 et ensuite celles de la crise; de sorte que, dans leur ensemble, les observations seront encore nettement défavorables.

A) *Le calendrier du change.*

Les vicissitudes de cette année très tourmentée sont particulièrement sensibles sur le change.

L'allure générale est la suivante :

a) 3 février-16 mars. — Après la chute catastrophique qui précède, la prime ayant passé de 210 à 278 entre le 6 janvier et le 3 février, se produit une tendance en sens inverse qui ramène la prime à 258 le 16 mars.

b) 16 mars-27 avril. — Puis la chute recommence et la prime atteint 328 au 27 avril.

c) 27 avril-6 juillet. — Une hausse de la devise, non moins rapide dans ses débuts, mais tourmentée à la fin, ramène la prime à 225 le 6 juillet.

d) 6 juillet-16 novembre. — Une baisse, très rapide au début et à la fin, ralentie et tourmentée entre la mi-août et fin octobre, amène la prime à 335, maximum de l'année, le 16 novembre.

e) 16 novembre-28 décembre. — Oscillations, la prime finit à 332 le 28 décembre.

Reprenons maintenant, pour en étudier le détail, chacun de ces cinq mouvements généraux :

a) 3 février-16 mars. *Hausse*. — La baisse de janvier (hausse sur la prime de 17 points en moyenne par semaine) se ralentit brusquement au début de février ; la prime passe de 278 à 280, soit une augmentation de 2 points seulement entre le 3 et le 10 février.

Puis, au cours de la hausse du 19 février au 16 mars, la prime passe de 280 à 258, ce qui représente une allure moyenne de 4,4 points par semaine ; nous constatons une irrégularité, la prime augmentant subitement de 3 points entre le 24 février et le 2 mars, pour retomber de 11 points entre le 2 et le 9 mars.

Cette reprise, qui se manifeste aussi sur la livre et sur le mark, correspond à une réaction spontanée contre l'emballement de la spéculation américaine en janvier : l'amplitude de cette réaction est exceptionnellement importante, comme la baisse à laquelle elle fait suite.

Mais, tandis que pour la livre et pour le mark, cette reprise marque le début d'une amélioration progressive, le franc ne manifeste aucun symptôme profond de rétablissement.

Ce qui confirme la nature spéculative de cette réaction,

c'est que les devises sont très tourmentées, beaucoup plus que ne semblerait l'indiquer notre observation hebdomadaire des cours. La livre est irrégulière par rapport au dollar et le franc est lui-même irrégulier par rapport à la livre, sur laquelle il est d'ailleurs en baisse.

Comme faits à noter au cours de cette période :

— déclaration de M. François Marsal, le nouveau Ministre des Finances, affirmant sa volonté catégorique d'assumer désormais les besoins de la Trésorerie sans recourir à de nouvelles avances de la Banque de France.

— relèvement des tarifs de chemin de fer ;

— émission de l'emprunt 5 % 1920 (remboursable à 150 % en 60 ans).

— Discussions au sujet de la Conférence Financière internationale ; M. Chamberlain s'y déclare favorable, à condition qu'il ne soit pas proposé de crédit de gouvernement à gouvernement ; le Conseil de la ligue des Nations décide enfin la convocation de la Conférence.

— Conversations interalliées à Londres, le chancelier de l'Echiquier annonce aux Communes que la France serait autorisée à émettre sur le marché britannique un emprunt, dont le produit serait affecté aux paiements de ses achats en Angleterre.

— Information d'après laquelle l'emprunt anglo-français de 500 millions de dollars, à échéance du 15 octobre 1920, serait prochainement remboursé aux Etats-Unis.

b) 16 mars-27 avril. *Baisse.* — La prime passe de 258 à 328, soit une augmentation de 12 points environ par semaine.

La hausse de la prime est d'ailleurs très irrégulière ; très rapide certaines semaines, elle fait place à une baisse de 2 points entre le 20 mars et le 6 avril ; elle n'est que de 3 points entre le 13 et le 20 avril.

C'est de nouveau très nettement la place de Londres qui commande le mouvement. Dès lors, par rapport au dollar,

les irrégularités de la livre s'ajoutent aux irrégularités propres du franc.

Signalons, sans insister ici, que cette nouvelle baisse du franc coïncide avec les règlements en fin du 1^{er} trimestre.

Comme faits à noter au cours de cette période :

En mars. — Grèves dans le nord, à Strasbourg, dans les imprimeries parisiennes ; le mouvement est parti de Lyon où il a persisté jusque dans la seconde moitié de mars.

— En Allemagne, à la suite de la contre-révolution de Von Kapp, spartakisme dans la Ruhr, troubles intérieurs... (nous constaterons à plusieurs reprises que lorsque la situation intérieure de l'Allemagne semble empirer, le franc baisse tandis que le mark monte).

En fin mars. — A la Chambre française, vote du relèvement des taxes postales, téléphoniques et télégraphiques ; unanimité sur la nécessité de réduire la circulation fiduciaire.

— Négociations économiques heureusement menées à Londres par M. Le Troquer, ministre des Travaux publics ; des fournitures régulières de charbon seront assurées par la Grande-Bretagne, les réquisitions anglaises étant rapportées ; on envisage des achats directs par le gouvernement français à un prix minimum. La France conservera toute la marine marchande allemande qu'elle détient, soit 500.000 tonnes, mais paiera aux Alliés, suivant un règlement financier à établir, les 240.000 tonnes qu'elle aurait dû leur restituer.

En mi-avril. — Occupation de Dusseldorf, Duisbourg et Ruhrort par les troupes françaises à la suite de l'invasion de la Ruhr par la Reichwehr ; aussitôt le franc, qui s'était amélioré en fin mars, retombe, tandis que la hausse du mark s'accroît ; ces tendances s'accroissent encore après les déclarations de M. Lloyd George ; mais la livre se ressent aussitôt du conflit franco-anglais, et cela contribue sans doute à provoquer un revirement britannique, témoigné par des déclarations of-

ficielles à la Chambre des Communes et à la Chambre française ; de sorte que la situation va s'éclaircir à la fin du mois.

En fin avril. — M. Marsal fait connaître à la Chambre les résultats définitifs du dernier emprunt : 16 milliards environ, dont 6,8 en numéraire et 8 en bons de la Défense nationale.

— Approbation par le Parlement français de la nouvelle convention avec la Banque de France ; elle comprend la clause de remboursement définitif de 2 milliards par an au minimum à partir de l'année prochaine (voir situation générale) et l'engagement de ramener le total des avances à 24 milliards à la fin de la même année ; provisoirement ces mesures se traduisent par une prorogation du remboursement des 3 milliards supplémentaires d'avances votées en 1919, remboursement qui devait suivre immédiatement le dernier emprunt.

— Préparation d'un décret prohibant l'importation d'un grand nombre d'articles « non indispensables », mesure très critiquée ; quelle qu'en soit la valeur, sa prévision a certainement contribué à accentuer la baisse, les achats s'étant précipités avant sa promulgation, à la fois sur le marché français et sur les autres marchés que l'on pouvait croire menacés de la même interdiction.

— Nouvelles contradictoires provenant de la Conférence de *San Remo*.

— Grève à caractère révolutionnaire des cheminots américains, qui semble d'ailleurs rapidement en voie d'amélioration.

c) 27 avril-6 juillet. Hausse.

— Du 27 avril au 25 mai, la hausse du franc est continue et très rapide ; la prime passe de 328 à 247, soit une diminution moyenne de 20 points par semaine, allure supérieure à celle de la baisse de janvier.

Cette même période voit une hausse très importante du mark, mais la livre reste stationnaire.

Ce mouvement est en grande partie spéculatif, il succède à une baisse très forte et coïncide avec une succession d'événements.

ments considérés comme favorables pour la France, mais qui ne peuvent avoir d'effets économiques, tout au moins immédiats.

Par ailleurs, il est facilité à son début par le ralentissement des achats qui s'étaient précipités au moment où était attendu le décret interdisant les importations ; il y a même des stocks de marchandises pour lesquelles on craignait à tort la prohibition. A ce moment commence à intervenir la baisse des prix sur le marché mondial, commencée aux Etats-Unis depuis mai et qui, en réduisant le prix de nos importations, allège la charge des règlements extérieurs ; la hausse du change est même précipitée certainement par d'importantes reventes de provisions antérieures à cette baisse des prix, dont la continuation est escomptée.

Comme événements nous relevons :

— Au début du mouvement, la déclaration des Alliés à la suite de la Conférence de San Remo, déclaration qui annonce les conférences de Spa et Bruxelles.

— Puis le vote par la Chambre des nouveaux impôts qui consacrent un très important effort fiscal.

— Ensuite l'échec retentissant des grèves françaises déclanchées à la suite du 1^{er} mai : perquisitions, poursuite de la C. G. T.

La spéculation à la hausse du franc, de même que celle du mark, est encore renforcée par les résolutions relatives au change adoptées par la Conférence parlementaire internationale du Commerce, qui s'est tenue à Paris du 4 au 7 mai ; un vœu émis « à l'unanimité » préconise l'ouverture des marchés de tous les pays faisant partie de la Société des Nations au placement et à la négociation des titres d'indemnités de réparations à fournir par l'Allemagne ; ces titres seraient émis sous forme de bons au porteur en or, internationalisés non comme monnaie, mais comme valeurs mobilières négociables, ces bons pouvant être rédigés simultanément en plusieurs monnaies, livre-sterling, dollar, franc, lire-or...

Dans le courant de mai, les résultats de la Conférence de Hythe produisent à leur tour une impression favorable, dont la livre commence, elle aussi, à se ressentir; ils sont cependant assez confus; ils tendent à fixer la dette de l'Allemagne et à lui permettre le lancement d'emprunts sur les marchés étrangers avec un contrôle international, emprunts gagés par les 33 annuités de réparations; la Grande-Bretagne accepterait dans ces conditions de lier le remboursement de notre dette envers elle, environ 15 milliards de francs-or, aux paiements effectués par l'Allemagne.

— Du 25 mai au 15 juin. — Il y a un arrêt très net dans la hausse du change, presque un palier, et même tendance à la baisse; la prime passe de 247 à 252, soit une augmentation de 5 points en 3 semaines. Les séances de Bourse révèlent une tendance assez irrégulière, surtout au début du mouvement; on a constaté de violentes oscillations en cours de séance, oscillations qui se sont amorties peu à peu et sont devenues journalières.

Le marché français subit à ce moment le premier assaut de la crise mondiale; nous verrons plus loin (Interprétation) quelle action le marché des valeurs a eu sur le marché du change.

Notons que, tandis que la livre se maintient encore en hausse, le mark est atteint comme le franc.

Pour l'instant, il y a surtout indécision, causée en grande partie par l'abstention du Commerce qui croit à la baisse des marchandises d'importation; les reventes de provisions antérieures à la baisse, qui avaient précipité précédemment le mouvement du change, deviennent de plus en plus rares; elles n'émanent plus que de quelques importateurs ou entreprises tributaires de l'étranger pour les matières premières, et qui avaient résisté jusqu'ici au courant.

Comme événements à noter au cours de ces 3 semaines :

— Incertitude au sujet du renouvellement des crédits es-

pagnols (455 millions de pesetas, remboursables à raison de 35 millions par mois à partir du 20 juin), qui cause une hausse spéciale de la peseta sur le marché de Paris.

— Mesures de resserrement prises à l'étranger sur le marché des valeurs :

peu de succès de l'emprunt belge aux Etats-Unis (50 millions destinés au remboursement des crédits arrivés à expiration).

gêne apportée par plusieurs gouvernements neutres ou alliés à l'émission du 2^e emprunt du Crédit national (interdiction aux journaux de publier des annonces ou des informations à ce sujet...)

nouvelles taxes édictées en Espagne sur les dépôts dans les succursales des Banques étrangères; interdiction de recevoir des dépôts infligée par l'Etat de New-York aux succursales des Banques étrangères.

tendance vers une réglementation du marché des changes; en Espagne et en Belgique sont appliquées ou étudiées des mesures destinées à gêner la spéculation sur la monnaie.

Du 15 juin au 6 juill. — La hausse reprend très vivement, avec un ressaut cependant entre le 22 et le 29 juin. La prime tombe de 252 à 225. Pendant cette période, la livre et le mark sont en palier, avec très légère tendance à la baisse.

La bonne saison étant arrivée, de nombreux visiteurs étrangers, en particulier dans les régions libérées, viennent apporter de l'argent au pays.

Comme événement à signaler :

— Renouvellement des crédits espagnols, mais pour 3 mois seulement.

— Approvisionnement par le gouvernement français, profitant de la baisse du change britannique, de 2 millions le livres destinés au remboursement des bons du Trésor émis le 5 octobre 1914 par l'intermédiaire de MM. de Rothschild et qui, après de nombreux renouvellements, arrivent à échéance le 7 juillet 1920.

— Résultats de la Conférence de Boulogne, préalable à la conférence de Spa, considérés comme favorables : projet d'état de paiement, gages matériels prévus, union des Alliés vis-à-vis de l'Allemagne.

— Vote définitif des nouveaux impôts français (taxe sur le chiffre d'affaires, etc...); leur rendement pourra atteindre, selon les prévisions, 4 milliards 1/2 en 1920, et peut-être 12 milliards en 1921.

— Au début de juillet, dépôt d'un projet de loi instituant un nouveau régime du blé : 1^o l'Etat français conservera jusqu'au 1^{er} août 1921 exclusivement le monopole du commerce et de la répartition des blés; 2^o pour la première fois depuis 1915, le prix du pain subira une augmentation destinée à le mettre en concordance avec le prix du blé.

d) 6 juillet-16 novembre. *Baisse.*

— Du 6 juillet au 14 septembre, la baisse est très forte; la prime passe de 225 à 296, soit une augmentation de 7 points par semaine. Mais des irrégularités apparaissent en août : un léger ressaut (4 points sur la prime) entre le 10 et le 17, et un ressaut violent en fin de mois (la prime tombe subitement de 283 à 271 entre le 24 et le 31 août, pour se retrouver à 285 le 7 septembre).

Notons que le mark recommence sa chute continue au même moment; la livre est atteinte, elle aussi, et suit une ligne générale parallèle à celle du franc presque jusqu'à la fin de l'année.

Dans son ensemble la baisse est très nettement la répercussion de la crise mondiale sur les devises européennes, très malade comme le mark, à peine convalescente comme la livre, ou très instable comme le franc.

Son début coïncide avec le piétinement de la Conférence de Spa : le règlement de la question des réparations est renvoyé à plus tard, et corrélativement la Conférence Financière internationale ajournée à fin septembre; on ne se décide que sur les avances consenties à l'Allemagne pour ses

livraisons de charbon, et sur le versement simultanément de primes destinées à l'alimentation des mineurs allemands.

Notons en passant, quoique cette mesure n'ait pas dû avoir d'effet immédiat sur la situation, la promulgation au *Journal Officiel* du 25 juillet d'un décret rapportant celui du 23 avril et rétablissant la libre importation de la plupart des marchandises.

Un ralentissement au début d'août, qui s'est fait sentir sur la livre avant de se répercuter sur le franc, coïncide avec l'armistice entre les Soviets et la Pologne. Au même moment, la seconde Conférence de Boulogne, au sujet des questions russes et des livraisons de charbon allemand, semble marquer un premier pas vers une solidarité inter-alliée; on s'entend pour exiger de l'Allemagne le versement à la Commission des Réparations de bons négociables.

Une secousse, que nos observations hebdomadaires n'indiquent pas, atteint subitement la livre, puis le franc, et l'on constate des retraits importants de fonds américains, à l'annonce d'une tension des pourparlers polono-bolchevique et d'une intervention possible des Alliés en Pologne.

La bonne tendance reparait dès avant la mi-août, entraînant le premier ressaut que nous avons signalé sur le franc, dès que ce nuage se dissipe, Kameneff ayant communiqué à la Grande-Bretagne des conditions d'armistice considérées comme base possible de discussion; la seconde conférence de Hythe et les déclarations de M. Lloyd George aux Communes ont écarté toute velléité d'intervention alliée.

Le gouvernement français reconnaît Wrangel, tandis que l'Allemagne se livre à des excitations contre la Pologne.

— La baisse reprend sur la livre et sur le franc un peu avant le 15 août.

Elle semble surtout provoquée par une recrudescence anormale des besoins du Commerce; les stocks de matières premières commençant à s'épuiser, celui-ci prévoit la né-

cessité de procéder à des réapprovisionnements et a profité du premier symptôme de hausse pour faire d'importants achats de devises.

Ainsi qu'il apparaîtra plus loin, le gouvernement français a dû profiter également des dispositions à la hausse pour faire en sous-main d'importants achats de dollars en vue de la liquidation, à échéance du 25 octobre, de l'Anglo-French Loan sur la place de New-York; la Grande-Bretagne a approvisionné depuis plusieurs mois les ressources nécessaires au remboursement des 250 millions de dollars qui constituent sa part; mais, sur sa part égale à la part britannique, le Trésor français n'a encore, à la connaissance du public, racheté que 49 millions de dollars environ.

Enfin de gros achats de dollars ont été effectués en vue du règlement des importations en céréales.

Le début de la baisse coïncide bien avec une tension franco-anglaise au sujet des événements de Pologne et avec l'invasion de ce pays; mais une note américaine soutient le point de vue français; et la victoire polonaise, accompagnée de la reprise des bonnes relations internationales, n'apporte aucun changement appréciable sur le change.

— Quant au ressaut violent de fin août, c'est évidemment un mouvement de spéculation pure : très nombreux achats de francs, en prévision des achats complémentaires que l'on suppose devoir être effectués à brève échéance par le Trésor français en vue du remboursement de l'Anglo-French Loan; simultanément se poursuivent à New-York des négociations entre M. Parmentier et des représentants de grandes Banques américaines. La position prise est très brusquement abandonnée par la spéculation la semaine suivante, lorsqu'il apparaît que le Trésor français a pris ses dispositions (provisions de dollars amassées en sous-main, quelques envois d'or, émission d'un emprunt de 100 millions de dollars) et que les illusions au sujet du résultat immédiat à attendre des négociations Parmentier se sont dissipées.

— Du 14 *septembre* au 2 *novembre*, nous assistons à un palier du franc : la prime passe de 296 à 294 ; mais ce palier se décompose en : une diminution de 8 points sur la prime entre le 14 et le 27 *septembre*, une augmentation de 10 points entre le 27 *septembre* et le 26 *octobre*, terminée par une diminution de 4 points entre le 26 *octobre* et le 2 *novembre*.

La première indication de hausse coïncide avec les succès obtenus ou escomptés des emprunts français : emprunt Morgan couvert en une heure aux Etats-Unis ; annonce de l'émission à Londres d'une tranche d'emprunt français 6 %, annonce sans caractère officiel, mais reproduite par toute la presse des annonces en Bourses ; bruits divers au sujet du renouvellement probable des crédits espagnols.

Mais les demandes du Commerce français s'étant aussitôt accentuées, la tendance passe à la baisse. — Par ailleurs, la récolte étant moins belle qu'on ne l'escomptait, une augmentation des importations en céréales est à prévoir et se produit en effet dès *octobre*. — La Conférence de Bruxelles sur laquelle certains espoirs, heureusement peu nombreux, avaient été placés, échoue lamentablement. — Dans la seconde semaine d'*octobre*, un décret en Conseil d'Etat autorise la Banque de France à porter le total de ses émissions à 41 milliards au lieu de 40 ; c'est la suite normale du vote des nouvelles avances à l'Etat.

Dans la seconde moitié d'*octobre* éclate la grève des mineurs britanniques ; elle laisse escompter de nouveaux besoins de doilars, pour des achats de charbon aux Etats-Unis.

Heureusement le remboursement de l'emprunt franco-anglais vient par contre d'améliorer la situation sur le marché des Etats-Unis. De plus, les affaires n'ayant pas encore repris, le Commerce s'est retiré du marché et les achats de matières premières se sont arrêtés dès que la tendance du change s'est alourdie ; enfin la baisse des prix a semblé reprendre aux Etats-Unis, puis en Angleterre, et immédiate-

ment la consommation, qui commençait à réapparaître, s'est abstenue.

Ce qui caractérise cette période, c'est la réserve et l'incertitude.

La hausse légère et momentanée du franc en fin octobre coïncide avec une baisse légère de la livre; elle n'est en relation avec aucun événement important; c'est un mouvement de spéculation américaine, tendant sans doute à favoriser les achats de charbon aux Etats-Unis.

— *Du 2 au 16 novembre.* — La baisse se termine avec une prodigieuse rapidité; la prime passe de 294 à 335 à une allure de 20 points par semaine et atteint sa cote maximum de l'année.

Pendant ce temps la livre est stable; le mark monte au contraire dès la seconde semaine de novembre.

Avec l'accentuation de la baisse des prix, la crise industrielle et commerciale atteint en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis un stade aigu; les besoins très vifs d'argent amènent un dégagement des spéculateurs étrangers.

Dans un ordre d'idées voisin, l'émission sur le marché britannique d'une tranche de l'emprunt français 6 % est ajournée.

Au début du mouvement, il y a aussi une reprise des demandes du Commerce, attirées, comme antérieurement, par la hausse timide qui a précédé.

Enfin les nouvelles politiques sont mauvaises; elles provoquent certainement une spéculation contre le franc et en faveur du mark; ce sont : des frictions entre Londres et Paris, l'échec de Vénizélos aux élections grecques, l'effondrement de Wrangel en Crimée, l'atmosphère malsaine de la session tenue par la Société des Nations à Genève.

e) *16 novembre-28 décembre.* — Le marché français est très impressionnable et très manœuvré : hausse excessivement rapide du 16 au 23 novembre, ramenant la prime de

335 à 311; suivie d'une baisse de 15 jours un peu plus lente, mais à peine moins ample, à la fin de laquelle la prime est à 330; puis un palier de 8 jours, une légère hausse dans la semaine suivante (prime 328); le tout finissant par une baisse qui s'étendra un peu sur l'année suivante; la prime est à 332 le 28 décembre.

Chaque mouvement hebdomadaire ou bi-hebdomadaire est lui-même très tourmenté au cours des séances journalières, sans que nos observations numériques puissent l'indiquer.

Les informations contradictoires se succèdent au sujet des possibilités d'émissions françaises sur le marché britannique.

Les relations politiques franco-anglaises se poursuivent également avec des vicissitudes diverses, pour se terminer par une ébauche de rapprochement au sujet des affaires orientales (Constantin et Syrie).

Au point de vue financier :

— Le projet de budget 1921 ne comporte pas d'impôt nouveaux, mais la Commission des Finances recherche de toutes parts les économies à réaliser, spécialement sur les opérations militaires en Syrie, en Russie...

— L'emprunt français, dont les résultats ne sont pas encore connus, semble bon.

— Mais le bruit court, tendancieusement sans doute, d'une prochaine émission de billets.

— Les négociations se poursuivent avec le gouvernement espagnol, qui vient d'accorder une nouvelle prorogation d'un mois pour le remboursement de la première tranche de l'emprunt franco-espagnol, se montant à 450 millions de pesetas; l'échéance est ainsi reportée au 20 janvier; les négociations sur le fond sont liées à la révision du régime douanier français sur les vins étrangers (la France ayant majoré de 260 % les droits de douane sur ces vins, l'Espagne avait aussitôt riposté en frappant à l'importation nos produits de luxe).

B) *Prix de gros.*

4 grands mouvements :

a) *de février à avril 1920, hausse.* — L'index passe de 497 à 600; l'augmentation était de 36 points entre janvier et février; elle est de 33 points entre février et mars, et de 34 points entre mars et avril.

C'est la fin du mouvement que nous avons suivi depuis mi-1919, à l'allure accélérée qu'il a prise depuis la fin de la précédente année.

Notons que la hausse des prix américains se poursuivra jusqu'en mai 1920 et est particulièrement vive entre mars et avril; et que la hausse des prix anglais, momentanément arrêtée à l'époque qui nous occupe, reprendra en mai pour se poursuivre jusqu'en juillet.

L'indice des importations suit de son côté une progression régulière, sauf entre février et mars, et atteint, en avril également, son maximum de 820.

b) *d'avril à juin.* — Baisse très brusque en 2 mois, de 38 points entre avril et mai, de 59 points entre mai et juin; la prime retombe en juin à 503, presque à son niveau de janvier (497).

Pendant cette période les mouvements des prix américains sont insignifiants; et nous sommes au contraire, à partir de mai, en pleine reprise de hausse anglaise.

Mais nous sommes aussi en pleine hausse du franc. Et l'indice des importations suit un mouvement parallèle à celui de l'index français, quoiqu'un peu moins prononcé, retombant de 820 à 655, encore à 100 points au-dessus du niveau de janvier (560).

c) *de juin à septembre.* — Reprise de la hausse, lentement d'abord, puis à une allure nettement accélérée dans le dernier mois : 3 points de juin à juillet, 6 points de juillet à

août, 25 points d'août à septembre. La prime se retrouve en septembre à 537.

Au contraire, à partir de juillet, nous assistons au début de la baisse anglaise. Quant à la baisse américaine, esquissée de mai à juin, elle se dessine nettement au cours de cette période.

Mais l'*indice des importations*, encore en légère baisse (20 points) de juin à juillet, remonte nettement entre juillet et août, et plus rapidement encore d'août à septembre, atteignant finalement la cote 700.

L'*index-or*, lui, longtemps hésitant et oscillant, a commencé nettement sa baisse à partir de juillet.

d) *septembre-décembre*. — Au cours de cette période, c'est la baisse générale.

Celle de l'index français est très rapide, surtout au milieu du trimestre : 25 points entre septembre et octobre, 42 points entre octobre et novembre, 26 points entre novembre et décembre. L'index passe de 537 à 444 et va continuer à tomber en 1921. La baisse française est en 3 mois de 93 points, soit 19 %.

Dans le même temps, la baisse américaine est de 20 % et la baisse anglaise à peine de 10 %.

L'*indice des importations* tombe de 700 à 625, soit de 75 points et de 11 %.

L'*index-or* marque une chute particulièrement profonde, passant de 185 à 134, ce qui représente une baisse de 37 %, et de 10,7 % en moyenne par mois.

C) INFLATION.

L'inflation est restée presque stationnaire pendant l'année 1920. On note cependant une légère augmentation dans la seconde partie de l'année : le chiffre représentatif, qui s'est

maintenu presque constamment à 465, passe à 480 et 485 respectivement en octobre et en novembre, pour retomber à 470 à la fin de l'année.

L'encaisse métallique n'a pas sensiblement varié; nous la trouvons aux environs de 5.800 millions le 1^{er} janvier et aux environs de 5.750 millions le 30 décembre; elle a cependant très légèrement décrû en octobre, atteignant les environs de 5.700 millions, pour se relever ensuite.

La circulation, partie de 38 milliards en janvier, reste aux environs de ce chiffre jusqu'en fin août; puis monte progressivement à plus de 38 milliards et demi au début d'octobre, et de nouveau au début de novembre, pour retomber à 38 milliards dans le courant de décembre.

INTERPRÉTATION.

Dans la physionomie d'ensemble de l'année, nous relevons tout d'abord l'importance des variations sur le change et sur les prix. La prime du dollar est aux environs de 330 en fin avril et en novembre-décembre, tandis qu'elle est tombée dans l'intervalle (en juin-juillet) aux environs de 230; l'index des prix de gros passe des environs de 500 au début de l'année à 600 en avril pour retomber au-dessous de 450 en fin d'année; l'indice des importations passe des environs de 450 en janvier à plus de 800 en avril pour retomber aux environs de 600 en décembre; enfin l'index-or, hésitant au cours du premier semestre au voisinage de 200, tombe très rapidement au cours du second semestre pour finir à 134 en décembre.

Il est évident que les vicissitudes de la situation économique et financière, si importantes soient-elles, ne suffisent pas à justifier de pareils écarts. Ceux-ci révèlent surtout l'instabilité d'un marché qui n'est pas encore assis sur des bases solides, qui manque de contrepoids et dont tous les

mouvements sont au contraire amplifiés par des affolements du public ou par des réactions brutales.

Dès lors nous croyons pouvoir expliquer les mouvements, pour la France, de la manière suivante :

A) en fin 1919 et commencement 1920, l'Etat finance largement les régions libérées, pensant hâter la reconstruction ; le développement de la production française en est évidemment facilité, mais il ne suit cependant que de très loin le développement des besoins réels et surtout le développement du *chiffre* des besoins. Car la conséquence immédiate de cette politique est de faire hausser vertigineusement les prix par le mécanisme que nous avons exposé au cours du chapitre précédent. Le développement progressif des importations, accentué par les besoins de l'industrie en matières premières, est la cause primordiale de l'effondrement du change dans le premier trimestre 1920 ; il faut noter que l'indice des importations est influencé encore par la hausse des prix intérieurs aux Etats-Unis et que les règlements des importations alimentaires réalisées au cours de l'hiver pèsent de leur côté sur la balance des comptes. Simultanément, une autre conséquence directe de la même politique est l'accroissement du déficit budgétaire, second facteur de l'effondrement du change.

B¹) Très vite l'on s'aperçoit qu'une fois la capacité des entreprises de reconstruction dépassée, toute nouvelle avance de l'Etat cause une hausse des prix sans entraîner un développement sensible des travaux. Alors la politique change : les avances aux régions libérées sont ralenties ; mais surtout une propagande officielle et officieuse tend à faire échec aux prétentions sans bornes des producteurs et lance la « vague de baisse », l'arrêt dans la hausse américaine servant d'argument ; cette campagne amène l'abstention des consommateurs, dont la hausse continuelle excitait au contraire les appétits ; simultanément, une nouvelle politique fiscale tend à redresser le budget dans l'avenir et, dans le présent, à créer

une impression favorable sur le marché des changes. Pendant ce temps le développement de la production, qui avait été plus lent que celui des besoins, continue par la vitesse acquise, tandis que ces besoins diminuent : les exportations se développent et les importations se ralentissent.

Aussitôt le change monte très rapidement, les prix intérieurs s'effondrent, tant à la suite des prix d'importations que par le resserrement des débouchés intérieurs.

B²) En fin mai-commencement juin, la montée du change s'arrête brusquement pendant quatre semaines; il est certain que cette montée a été en grande partie artificielle et aidée par la spéculation qui s'était emballée progressivement pendant 5 semaines (au cours desquelles la prime du dollar sur le franc est tombée de 328 à 247); une réaction momentanée se produit, ou plutôt une hésitation, qui coïncide avec un marasme général sur le marché commercial et sur le marché des valeurs, premier indice de la crise mondiale; il y a simultanément diminution très sérieuse des demandes de devises par le commerce, et baisse générale des valeurs internationales, laquelle a provoqué de nombreux achats de ces valeurs par les étrangers: d'où suppléments de créances sur divers pays qui sont venues s'offrir sur le marché; d'ailleurs beaucoup de ces achats ont été faits par des étrangers détenteurs de francs acquis antérieurement à des cours très bas; dans ce cas, l'opération équivaut à une consolidation de la dette flottante et est heureuse pour l'avenir.

Jusqu'ici le marché des changes contrôlait et dirigeait le marché des valeurs internationales; maintenant, la situation est renversée : au lieu qu'il y ait concomitance entre la hausse des changes et celle des titres internationaux, comme précédemment, la tendance du change est au contraire d'autant plus faible que le marché de ces titres est plus ferme; inversement, toute baisse à la bourse des valeurs surexcite les demandes de l'étranger, ce qui facilite l'approvisionnement en devises. En somme, nous assistons à une pre-

mière manifestation de la raréfaction des capitaux : ceux-ci se portent soit sur des valeurs, soit sur le change, mais ne sont plus suffisants pour commander à la fois l'ensemble du marché.

Quoi qu'il en soit, le palier du change est trop momentané pour influencer d'une manière sensible sur les prix d'importations et, à plus forte raison, sur les prix intérieurs.

B³) La hausse du change reprend jusqu'au début de juillet; cette reprise est très nettement d'ordre spéculatif; son début coïncide avec le vote définitif des nouveaux impôts français. Le commerce continue à s'abstenir; il ne règle même pas les importations antérieures, dans l'espoir d'une continuation de la baisse, et hypothèque ainsi l'avenir. La demande en devises étrangères est donc très réduite; la stabilité qui en résulte pour le franc entraîne de très nombreux achats de cette devise par les spéculateurs. D'ailleurs, les exportations continuant encore à se développer, alors que les importations sont déjà très réduites, la balance commerciale continue à s'améliorer; si nous prenons les chiffres publiés mois par mois, calculés d'ailleurs sur le taux de 1918, nous ne pouvons y trouver d'indications absolues, mais nous y suivons le sens des variations : le maximum des importations a été atteint au mois d'avril, avec 3.424 millions, contre 2.002 millions seulement en janvier, et l'augmentation a porté principalement sur les matières nécessaires à l'industrie; le maximum des exportations ne sera atteint qu'au mois d'août avec 2.400 millions, contre 722 millions seulement en janvier, et l'augmentation porte principalement sur les objets fabriqués.

C¹) Mais l'exagération que la spéculation a causée dans l'amélioration du franc, elle va l'apporter dans la réaction contre la devise. En juillet, la chute des prix américains commence à se dessiner nettement; les prix anglais atteignent leur maximum, et vont baisser très rapidement à partir d'août; la crise mondiale, annoncée par de nombreux signes précu-

seurs, dont la baisse des valeurs internationales déjà mentionnée, va se déchaîner. Nous assistons dès ce moment à la seconde phase de la raréfaction des capitaux : le change baisse de nouveau en même temps que les valeurs internationales ; et cela tient à ce que les capitaux, renonçant à commander le marché en tout ou en partie, cherchent à se libérer en vue de soutenir la production défaillante.

Jusqu'en septembre la baisse des prix intérieurs américains, bien que se dessinant de plus en plus nettement, est d'un ordre de grandeur intérieur à la baisse du change ; aussi l'indice des importations, qui était brusquement tombé d'avril à juillet, croît-il de nouveau très nettement, passant de 635 à 700 entre juillet et septembre. Aussitôt, les prix intérieurs français suivent le mouvement et l'index, descendu aux environs de 500 en juin-juillet, remonte à 537 en septembre ; nous observons donc très nettement une réaction des prix d'importations sur les prix intérieurs. Il y a sans doute, comme précédemment, manœuvre de la part des producteurs ; elle serait d'ailleurs justifiée, cette fois-ci, par le fait que les matières premières ont été importées en grande quantité avant la baisse, à des prix supérieurs même aux prix nouvellement relevés — les importations ayant été au contraire particulièrement réduites depuis avril. Cependant, malgré ces considérations, la part de la manœuvre doit être assez réduite : en présence du resserrement des débouchés, les vendeurs cherchent avant tout à exciter la consommation et à écouler leurs stocks, même avec une certaine perte. Mais l'influence effective des prix d'importations sur les prix intérieurs est plus forte qu'elle ne l'a été depuis la fin de 1919 : de nombreux réglements, qui avaient été retardés dans l'espoir d'une continuation de la hausse du change, doivent être liquidés maintenant, malgré la crise ou plutôt à cause d'elle, les reports devenant de plus en plus onéreux ; de plus, le chiffre mensuel des importations, au lieu de marquer une réduction persistante, se reprend à augmenter de

juillet à septembre : tombé à 2.386 millions (évaluation au taux de 1918) en mai, il est remonté à 2.740 millions en août (contre 3.424 millions en avril); le chiffre des exportations diminue au contraire à partir d'août, quoique lentement.

C²) De mi-septembre à début novembre, nous assistons à un palier du change, mouvementé et avec une légère tendance générale à la baisse; il s'explique aussi naturellement que la palier de mai-juin dans la hausse et révèle une hésitation momentanée de la spéculation, après un déchaînement de deux mois; il coïncide, comme le palier de mai-juin, avec une réserve et une incertitude générale sur le marché. Mais, bien que la spéculation proprement dite intervienne fort peu pendant cette période, ce palier est très tourmenté, et en cela il ne ressemble pas à celui de mai-juin; c'est qu'ici apparaît une intervention d'une nature spéciale : celle du commerce français qui a encore des règlements à effectuer sur des transactions anciennes et qui se préoccupe aussi du renouvellement de ses stocks en voie d'épuisement; dès qu'une hausse du franc s'amorce, apparaissent des demandes de sa part; mais sur le marché instable et pauvre en capitaux, ces demandes renversent vite la tendance du change; aussitôt le commerce se replie. C'est ce qui explique les oscillations fréquentes, avec légère tendance à la baisse.

Ce palier de la devise, coïncidant avec une accélération dans la baisse des prix intérieurs américains, entraîne dès octobre une nouvelle chute de l'indice des importations qui passe de 700 en septembre à 660 en octobre. Celle-ci entraîne aussitôt une reprise très rapide de la baisse des prix intérieurs français, l'index passant de 537 à 512 entre septembre et octobre. Nous avons suffisamment commenté l'influence directe des prix d'importations à cette époque pour n'avoir pas à y revenir.

C³) La baisse du change reprend très brusquement dans la première quinzaine de novembre et, après d'importantes

oscillations en fin novembre-commencement décembre, la prime se consolide momentanément en fin d'année aux environs de 330, sensiblement à la cote maximum (328) atteinte précédemment en avril, pendant un court moment.

Il faut dire qu'à ce moment l'inflation marque une tendance nette à l'augmentation; les ressources du premier emprunt du Crédit national sont taries; en attendant le second emprunt, l'Etat a dû avancer les fonds; or la fin de l'été a marqué un épanouissement de l'œuvre de reconstruction qui se ralentira au contraire pendant la mauvaise saison.

Par le fait du change, la baisse de l'indice des importations est ralentie à partir d'octobre, et surtout entre octobre et novembre (l'indice passe de 660 en octobre à 625 en décembre), tandis que les prix intérieurs américains prennent au contraire un mouvement de baisse accélérée.

Cette fois-ci la baisse des prix intérieurs français n'est pas à la remorque de celle des importations : tandis que celle-ci est très ralentie, celle-là s'accélère entre octobre et novembre et continue très rapidement de novembre et décembre; l'index tombe à 444 dans le dernier mois de l'année (contre 537 en septembre et 512 en octobre).

C'est la production française elle-même qui est entraînée dans la crise générale des affaires.

Nous le vérifions sur le mouvement de l'index-or; cet index n'a pas été sensiblement touché au cours du premier semestre 1920 : les prix intérieurs étant directement commandés par les prix d'importations, et les variations des prix américains étant relativement faibles, les variations des prix intérieurs français ont été sensiblement du même ordre de grandeur que celles de la prime du dollar sur le franc, et les effets se sont compensés. A partir de juillet, la baisse atteint l'index américain; cette fois-ci la production française commence à être affectée : elle l'est moins entre juillet et octobre que la production anglaise et américaine, par suite même de son moindre développement antérieur et des débouchés de

la reconstruction. Mais elle l'est par contre très brusquement entre octobre et décembre : l'index-or tombe de 185 à 134 ; à ce moment, les débouchés de la reconstruction eux-mêmes doivent se fermer ; en effet, la situation budgétaire n'est pas brillante ; la crise économique a entraîné une moins-value générale dans la rentrée des impôts, paralysant ainsi l'effort fiscal voté en cours d'année ; le placement des emprunts est devenu aussi de plus en plus difficile et nous avons vu les places étrangères se fermer à leurs émissions ; la tendance à l'accroissement de l'inflation en fin d'année est un indice de cette situation défavorable.

D'autre part, les pays les plus directement atteints par la crise s'entourent de barrières douanières et même de prohibitions : aussi la baisse de l'index-or français ne suffit-elle pas à entretenir le courant des exportations, qui se ralentit progressivement en fin d'année.

Par ailleurs, la crise économique se répercute très intensément sur le marché des valeurs ; en particulier, les besoins des industries en capitaux se manifestent par de nombreuses ventes de titres. Aussi le marasme persiste-t-il sur ce marché, quelles que soient les oscillations du change.

CONCLUSION.

1° Jusqu'en avril, la baisse rapide du *change* est la conséquence du *bilan de l'année* 1919 pour la France, au point de vue économique et surtout au point de vue financier ; la hausse momentanée, de février à mi-mars, n'est qu'une réaction contre la rapidité de la baisse précédente. La spéculation intervient pour accélérer le mouvement dans son ensemble ; on ne peut pas parler d'un niveau du change à ce moment : la France n'a encore aucun élément à son actif et elle est déjà engagée dans la reconstruction des régions libérées ; elle n'est

soutenue que par la confiance et le *crédit* sous toutes ses formes; toute défaillance dans ce crédit a des conséquences presque illimitées.

2° A partir d'avril, les mouvements du *change* français traduisent, dans leurs grandes lignes, les *vicissitudes de la situation économique mondiale*. D'avril à juillet, sa hausse très rapide est la conséquence du développement de la production française (développement des débouchés intérieurs, redressement de la balance extérieure, extension du crédit dans tous les domaines)

Dès fin mai, l'argent se raréfie; les valeurs internationales sont en baisse, mais la hausse du franc, un moment arrêtée, repart jusqu'au début de juillet; la production française n'est pas encore atteinte, la balance commerciale continue à se redresser; enfin un important effort fiscal est voté, provoquant un nouvel emballement de la spéculation.

Dès juillet et jusqu'en septembre, la crise mondiale entraîne une nouvelle raréfaction des capitaux (resserrement du crédit, en particulier reventes de devises dépréciées détenues par les spéculateurs), d'où une baisse très rapide du change, accélérée par des règlements d'importations antérieures. Ainsi qu'en témoignent les mouvements de l'index-or, la production française commence elle-même à se ressentir de la crise, mais faiblement encore; la balance commerciale continue à se redresser jusqu'en août.

La baisse, un moment arrêtée entre mi-septembre et début novembre, reprend très brusquement dans la première quinzaine de novembre et la prime se consolide en fin d'année au niveau très élevé de 330. Cette fois-ci, la production française est nettement entraînée dans la crise mondiale, ainsi qu'en témoignent la chute très rapide de l'index-or et le renversement progressif de la balance commerciale dans un sens défavorable, principalement par réduction des exportations; en effet tous les débouchés se ferment ceux : des R. L. par suite de la situation financière (moins-values fis-

cales, difficultés des émissions, toutes conséquences de la crise économique), ceux des pays étrangers par suite des politiques prohibitionnistes.

3° De même que le change français est influencé directement par la situation économique *mondiale*, de même les variations des prix intérieurs, jusqu'en septembre, sont très nettement la conséquence des variations dans les prix d'importations.

Cela tient à l'importance des fournitures étrangères à une époque où le pays ne se suffit pas économiquement à lui-même : au début de l'année, comme en fin 1919, importations de produits alimentaires et de produits fabriqués; puis, lorsque la production industrielle se développe, importations de matières premières dont les prix sont à la base des prix de revient des produits fabriqués; au début de la crise économique et de la baisse du change dans le 3^e trimestre, règlements d'importations antérieures qui avaient été différées dans l'attente d'une amélioration continue de la devise.

4° La baisse des *prix intérieurs* de septembre à décembre (index de 537 à 444) est au contraire hors de proportion avec celle des importations. Il s'agit bien cette fois d'une crise de la production française, ainsi que le confirme la chute de l'index-or.

Cet *index-or*, dont nous invoquons ainsi le témoignage en cette fin d'année 1920 pour déceler la répercussion de la crise mondiale sur la production française, n'a pas par lui-même l'importance que nous avons constatée pour l'index-or anglais et même pour l'index-or allemand; en effet, la production française est avant tout dirigée en vue des besoins intérieurs : rétablissement économique du pays et surtout reconstruction des régions libérées; sans doute elle a profité de la hausse de l'index-or anglais et de l'index américain pour accroître progressivement ses exportations au milieu de l'année, mais la conquête des marchés extérieurs n'est pas à cette époque sa préoccupation dominante.

5° L'*inflation* a été très réduite en France dans la première partie de 1920 : l'essor mondial des affaires a facilité l'utilisation du crédit (emprunt du Crédit National de 1919; deux emprunts d'Etat consolidés et placement de nombreux bons du Trésor; spéculation) et le recouvrement des impôts (importantes plus-values).

En Avril ont été votées les nouvelles lois fiscales consacrant un important effort dans la voie du rétablissement budgétaire.

Mais, en fin d'année, la crise mondiale a amené au contraire le resserrement général du crédit; d'où difficulté des nouvelles émissions d'emprunt; la raréfaction des capitaux a causé d'importantes ventes de devises; les impôts anciens et surtout nouveaux ont accusé d'importantes moins-values sur les prévisions. Le second emprunt du Crédit National étant intervenu avant le paroxysme de la crise, l'Etat français a pu cependant, moyennant un ralentissement des avances à la reconstruction, limiter à 27 milliards — contre le précédent maximum de 24 — le total des avances à lui consenties par la Banque de France.

Le moment le plus critique fut celui d'octobre-novembre où l'encaisse métallique diminua légèrement tandis que la circulation atteignait 39 milliards et demi et le chiffre représentatif de l'inflation, la cote 485 — contre 38 milliards et 465 en janvier. Nous avons vu que ce moment est précisément celui où la production française était directement atteinte par la crise et les règlements extérieurs, exceptionnellement importants.

En fin d'année, nous notons une légère amélioration due sans doute aux efforts du gouvernement français avec l'idée de lutter contre la tendance défavorable du change; il est probable — sans qu'on puisse rien affirmer à ce sujet, les bilans officiels se gardant bien de le faire apparaître — que les avances aux R. L. ont fait le plus gros frais de cet effort, mais il faut dire aussi que l'œuvre de la reconstruction est fatalement très ralentie pendant la mauvaise saison.

6^o Comme relation entre le marché des valeurs et celui du change, nous résumons ci-après nos observations :

— Oscillation dans le même sens de tous les groupes au cours du premier semestre 1920 (influences psychologiques plus ou moins fondées).

— Oscillations en sens inverse de la devise et des titres au cours du troisième trimestre (première raréfaction des capitaux).

— Marasme persistant des valeurs, quelles que soient les oscillations du change, en fin d'année (détournement des capitaux raréfiés par l'industrie).

CHAPITRE IV

Janvier 1921 à Janvier 1922

L'année 1921 marque pour la France une amélioration nette sur l'année 1920.

L'effort fiscal voté en 1920 porte ses premiers fruits et la balance commerciale recommence à s'améliorer tandis que la crise des affaires va en s'atténuant lentement, mais progressivement.

A) CALENDRIER DU CHANGE.

Disons tout de suite que le change se maintient pendant l'ensemble de l'année à un niveau nettement supérieur à celui de l'année précédente, s'il est permis même de parler d'un « niveau » en 1920; 255 marque un chiffre moyen assez net pour la prime, alors qu'en 1920 la cote 285 était à peu près également éloignée des chiffres extrêmes. Surtout les grands mouvements ont nettement diminué d'amplitude : la prime oscille entre 225 et 278 — compte non tenu de la première chute brusque en janvier —, alors qu'elle a oscillé l'année précédente entre 225 et 335.

L'allure générale est la suivante :

a) 4 janvier-15 février. — Hausse très rapide; la prime passe de 333 à 261.

b) 15 février-22 mars. — Baisse qui fait remonter la prime à 278

c) 29 mars-24 mai. — Hausse rapide; la prime finit à 225.

d) 24 mai-20 septembre. — Baisse irrégulière au début, rapide à la fin, interrompue par un palier tourmenté en juillet-août; la prime finit à 275.

e) 20 septembre-29 novembre. — Une large oscillation commençant par une hausse tourmentée, finissant par une baisse nette et progressivement accélérée; la prime part de 275 pour revenir à 277, après être passée à deux reprises par un minimum de 263.

f) 29 novembre-fin décembre. — Hausse très rapide, finissant par un palier à la cote 240, la prime ayant atteint un moment le minimum de 238.

Reprenons maintenant, pour en étudier le détail, chacun de ces six mouvements généraux :

a) 4 janvier-15 février. — *Hausse rapide.* — Après le niveau très bas (prime au voisinage de 330) auquel le franc s'est maintenu dans la fin de l'année 1920, nous assistons en janvier 1921 à une hausse très nette et très rapide, la prime, partie de 333 le 4 janvier, tombant à 271 le 25 janvier.

La hausse a été progressivement accélérée et la prime a passé de 305 à 271, soit une diminution de 34 points dans la seule semaine du 18 au 25 janvier. Aussi un léger ressaut de 4 points se produit-il spontanément entre le 25 janvier et le 1^{er} février, la prime remontant à 275. Puis la hausse reprend à une allure ralentie jusqu'au 15 février, date à laquelle la prime atteint la cote 261.

Simultanément la livre qui avait été moins atteinte que le franc, toutes proportions gardées, mais cependant très tourmentée à la fin de 1920, marque une hausse nette et continue. Le mark lui-même remonte au courant de janvier et reste assez stable en février. Mais la reprise du franc est la plus marquée des trois.

Nous observons au cours de cette période un revirement des milieux américains dans un sens favorable au crédit :

des négociations se poursuivent pour la conversion en obligations à long terme des bons anglais à vue détenus par le Trésor des Etats-Unis — bons dont le total se monte à 4.812 millions de dollars, représentant les avances consenties au gouvernement britannique.

simultanément, le gouvernement français négocie un emprunt de 100 millions de dollars sur la place de New-York, destiné à couvrir les échéances d'emprunts contractés pendant la guerre par un certain nombre de grandes municipalités (Lyon, Bordeaux, Marseille..), et déjà antérieurement reportées.

Cependant la crise des affaires continue à se manifester ; le marasme des valeurs persiste, quelles que soient les fluctuations du change. Le commerce ne joue à peu près aucun rôle dans les demandes et les offres de devises.

Le Ministère Briand, constitué au début de février, a paru marquer une victoire diplomatique au cours de la conférence interalliée tenue à Paris ; il a fait admettre ses vues sur les sanctions, sur la politique orientale, sur la suppression des primes aux livraisons de charbon, enfin sur l'établissement d'un forfait par annuités, augmenté d'un prélèvement de 12 % sur les exportations allemandes. La spéculation, tant sur la livre que sur le franc, en est favorablement impressionnée, mais les hommes d'affaires attendent la confirmation des faits et restent sceptiques.

Le projet de Budget 1921 déposé devant les Chambres constitue aussi une amélioration sérieuse sur celui de 1920 (voir « Situation Générale »).

Enfin le Comité parlementaire français a discuté la question du change, en vue de la conférence internationale prévue pour mai 1921 à Lisbonne ; un remarquable exposé de M. Raphaël Georges Levy a conclu : à l'abstention de toute nouvelle émission de billets non gagée par des opérations

commerciales (vue conforme aux conclusions de la précédente conférence de Bruxelles); à la nécessité pour les puissances créancières d'exiger de l'Allemagne des sûretés et des garanties, ainsi que des moyens de crédit immédiatement utilisables; à l'urgence d'un prochain règlement des dettes interalliées.

— Notons que le ressaut du change, signalé en fin janvier, coïncide avec la période aiguë de la crise ministérielle française, qui tient en suspens la convocation de la Conférence interalliée à Paris.

b) 15 février-22 mars. — *Baisse*. — Cette baisse du franc, progressivement ralentie d'ailleurs, coïncide avec un arrêt net dans la hausse de la livre et une légère baisse de cette devise au début.

En l'absence des transactions commerciales, la seule influence est celle des événements politiques. Or la Conférence de Londres, où l'Allemagne a été convoquée, s'engage dans des conditions défavorables et finit par une rupture au début de mars : ultimatum des Alliés, à la suite du discours de Von Simons.

Mais les Alliés, pour une fois, semblent d'accord sur les sanctions à prendre : taxe de 50 % sur les exportations allemandes, etc... Cette fermeté impressionne l'opinion américaine : en effet la baisse de la livre est immédiatement enrayée, et celle du franc se ralentit, malgré d'importants transferts des avoirs allemands hors de France (200 millions?) pour éviter la saisie dont ils se croient menacés.

Signalons par ailleurs, au 1^{er} mars, le rétablissement de la liberté du charbon en France : suppression des surtaxes de chemin de fer et des compensations par ristournes.

c) 29 mars-24 mai. — *Hausse rapide*. — Cette hausse coïncide avec une reprise très nette de la hausse sur la livre, et même avec des tendances intermittentes à la hausse de la part du mark.

Mais la hausse du franc est tout particulièrement importante : elle est de 53 points sur la prime, qui passe de 278 à 225, soit une variation de 21 % (alors que sur la livre la variation correspondante n'est que de 16 points et de 12,5 %).

Nous assistons à la reprise du mouvement favorable momentanément interrompu entre le 15 février et le 22 mars, aux alentours immédiats de la Conférence de Londres.

Les statistiques du Commerce extérieur français (chiffres provisoires) pour les deux premiers mois de 1921, publiées en fin mars, décèlent pour la première fois un excédent des exportations; celles-ci accusent d'ailleurs un progrès peu sensible et l'excédent résulte surtout d'une diminution des importations, spécialement des importations de matières premières.

Les statistiques pour le premier trimestre, qui seront publiées en avril, accentuent le fléchissement général des transactions; les exportations recommencent à diminuer sérieusement et la balance va bientôt se renverser de nouveau : elle est encore légèrement favorable pour l'ensemble du premier trimestre, mais le mois de mars est déjà en déficit.

Les chiffres du commerce extérieur anglais accusent de même un fléchissement constant dans le volume des opérations.

— En fin mars, intervient le plébiscite de la Haute-Silésie; il donne lieu au courant d'avril à de violents incidents germano-polonais sur le territoire contesté; après un fâcheux discours de M. Lloyd George et une prompt réponse de M. Briand, le chancelier Wirth montre des dispositions conciliantes; une détente semble se manifester, et la lutte ne se rallumera qu'en fin mai.

Au début d'avril éclate la grève des mineurs anglais qui retarde légèrement la hausse de la livre, mais ne ralentit que très momentanément et très faiblement la hausse du franc entre le 5 et le 11 avril.

— Les achats de francs s'intensifient très nettement,

surtout à New-York, au courant d'avril et au début de mai ; c'est le moment où la hausse du change s'accélère. Il y a une relation directe entre ces achats et les événements politiques, dont l'influence est d'autant plus nette que le commerce continue à s'abstenir :

M. Briand ayant déclaré que la France exigerait au premier mai le respect des engagements de l'Allemagne, celle-ci adresse une note au président Harding, sollicitant sa médiation ; le président Harding ayant, dans une première réponse, demandé des renseignements complémentaires, une nouvelle note allemande intervient, sans apporter aucune précision ; elle invoque l'intransigeance française, les difficultés rencontrées, et offre de payer l'intérêt des avances consenties par les Etats-Unis à la France, au lieu et place de celle-ci ; le président répond par une fin de non-recevoir.

Ces négociations ayant échoué, MM. Briand et Lloyd George se rencontrent à Lympne ; le Conseil suprême décide l'occupation éventuelle de la Ruhr et adresse un ultimatum à l'Allemagne (versement d'un milliard de marks-or ; échéancier et garanties : douanes, taxes maritimes, prélèvement de 25 % sur les exportations). La France précise son attitude en mobilisant la classe 1919. L'Allemagne accepte l'ultimatum des Alliés ; elle obtempère à la sommation de la Commission Nollet en ce qui concerne le désarmement militaire et aérien.

— Notons encore qu'au courant du mois d'avril est parue au *Journal officiel* la loi établissant la taxe de 50 % sur les importations allemandes en France.

— Au début de mai, en présence de la hausse importante du franc et de l'épuisement des stocks, les demandes du Commerce français réapparaissent ; elles émanent surtout de grosses entreprises qui ont quelques disponibilités et font preuve de prévoyance. Mais la spéculation est si active que ces demandes n'arrêtent pas la hausse de la devise ; elles causent seulement le ralentissement que nous avons signalé entre le 10 et le 24 mai.

Les bonnes dispositions des Etats-Unis continuent à se manifester :

Négociations entre le Ministre des Finances français et la Banque Morgan pour l'émission d'un emprunt de 100 millions de dollars;

Négociations entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis au sujet des dettes interalliées;

Autorisation donnée par la Federal Reserve Board aux banques de réserve d'escompter, et aux banques affiliées d'accepter les effets sur l'étranger correspondant à des opérations commerciales jusqu'à échéance de six mois, contre trois mois antérieurement.

Les négociations franco-espagnoles pour la liquidation de l'emprunt 1916 de 400 millions ont abouti : le remboursement ayant été échelonné sur trois années, et les négociations douanières ayant été disjointes; par contre, le 20 mai, l'Espagne opère un nouveau relèvement provisoire des droits de douane.

Pendant ce temps la grève des mineurs anglais continue; les négociations entre le gouvernement et les syndicats ont abouti à une rupture.

d) 24 mai-20 septembre. — *Baisse irrégulière.*

— 1° Du 24 mai au 7 juin, une baisse brusque ramène la prime de 225 à 239; puis la prime oscille entre 239 et 241 pendant tout le mois de juin; ce palier est suivi d'une nouvelle baisse brusque d'une semaine, entre le 22 et le 11 juillet, qui ramène la prime de 241 à 249.

Nous retrouvons tous ces mouvements, très amplifiés, sur la livre. Nous en avons étudié les causes en détail au sujet de la Grande-Bretagne et les mouvements du franc ne sont que les reflets de ceux de la livre, tout spécialement intéressée par les opérations de conversion des devises livrées par l'Allemagne.

Les baisses successives du franc au cours de cette période

coïncident avec les versements allemands ou les suivent immédiatement : premier versement d'un milliard de marks-ort terminé au début de juin, second versement de 44 millions en fin juin. Par contre l'agitation qui se manifeste sur la livre au courant de juin, tandis que l'Allemagne continue ses approvisionnements en devises, se répercute à peine sur le franc.

Signalons pendant cette période :

L'émission à New-York d'un emprunt français de 100 millions de dollars à 7 1/2 %, le prix d'émission était fixé à 95 %; avec constitution d'un fonds d'amortissement de 750.000 dollars par mois, pendant cinq ans, pour le rachat des obligations au pair ou au prix courant.

Succès de l'émission des bons du Trésor français 6 % à deux ans.

Conversations Loucheur-Rathenau et conversations de lord Curzon, à Paris, avec M. Briand.

2^o du 11 juillet au 30 août, palier : la prime débute à 249 pour finir à 247. Mais de violentes secousses se manifestent à deux reprises au cours d'août : la prime monte brusquement à 253 le 2 août, à 254 le 23 août alors que, le reste du temps, elle se maintient aux environs de 248.

Une des causes probables de stabilisation du franc réside dans les approvisionnements allemands en devises étrangères de toutes natures en vue de l'échéance du 31 août (voir « Grande-Bretagne »).

L'abstention du Commerce est plus grande que jamais en juillet : il s'est replié dès que la baisse du change a repris; l'approche des vacances et la chaleur contribuent à faire désertier la bourse du change. Il reparait timidement en fin juillet; la baisse momentanée du franc est causée par une recrudescence brusque des achats, aussitôt arrêtée.

Les affaires reprennent légèrement en août; les statistiques de ce mois (chiffres provisoires) pour le commerce extérieur marquent en effet une petite amélioration de tendance sur celles de juillet : augmentation des exportations

d'objets fabriqués, augmentation des importations de matières premières. Cependant l'importation des produits alimentaires augmente aussi, comme aux époques correspondantes des précédentes années.

Notons au cours de cette période :

Le 8 juillet, dépôt par M. Doumer du projet de budget 1922; le gouvernement français montre ainsi le désir de voir voter le budget avant la fin de l'année; le projet se caractérise de plus par le retour à l'unité budgétaire, par la suppression des comptes extraordinaires; il prévoit encore un déficit de 3 milliards.

Cette persistance du déficit s'explique en partie par les moins-values enregistrées dans la rentrée des impôts; pour le premier semestre 1921, la moins-value par rapport aux prévisions est de 460 millions 1/2 (principalement taxe sur le chiffre d'affaires et produit des douanes); le marasme économique en est la cause. L'effort accompli en 1920 est témoigné cependant par une augmentation très importante des recouvrements par rapport au premier semestre 1920, augmentation supérieure à un milliard.

Quant à la question de la Haute-Silésie, ranimée en juillet par une invasion de volontaires allemands qui déchaîne une véritable guerre, elle entre dans une phase plus calme au cours du mois d'août, à la suite de la décision du Conseil suprême qui renvoie l'interprétation du plébiscite à la Société des Nations.

La légère reprise des exportations allemandes et françaises amène un renforcement des mesures protectionnistes en Grande-Bretagne (Anti-dumping bill).

Enfin intervient la décision de la Conférence financière interalliée qui est la cause vraisemblable de la baisse brusque du franc enregistrée entre le 16 et le 23 août; de cette décision — dont M. Doumer a obtenu, il est vrai, que la mise en vigueur soit subordonnée à la ratification des gouvernements intéressés — il résulterait que la France n'aurait aucune

part aux versements allemands de l'année; la valeur des mines de la Sarre serait en effet portée au débit de la France, qui pourrait même devoir ainsi un excédent : cet excédent serait, dans ce cas, réparti par dixième, tous les dix mois, sur les paiements allemands à partir du 1^{er} novembre 1922, date à laquelle le droit de priorité de la Belgique serait éteint et il porterait, pendant les délais de paiement ainsi accordés, intérêt à 6%.

3^o du 30 août au 20 septembre, la baisse du change reprend à une allure très rapide; la prime remonte en trois semaines de 247 à 275, presque le maximum précédemment atteint en mars (278).

Les approvisionnements de l'Allemagne en devises sont terminés, à la suite du versement du 31 août; ils n'interviennent plus dès lors pour soutenir les devises alliées.

Or la décision de la Conférence financière interalliée, bien que le Conseil des Ministres français ait refusé, au début de septembre, de la ratifier, pèse lourdement sur le crédit de la France : celle-ci reste fortement exposée à ne rien recevoir du premier milliard versé par l'Allemagne et va devoir rembourser à la Commission des Réparations l'équivalent en dollars des 70 milliards de marks-or qui lui ont été remis par anticipation; il est même probable que le gouvernement a déjà commencé les approvisionnements nécessaires.

La reprise de l'activité du Commerce, qui s'était manifestée un moment en fin juillet, s'affirme de nouveau et les importations de matières premières font un sérieux bond en avant (chiffres provisoires : 1.204 millions contre 856 en août); la balance de septembre est ainsi nettement déficitaire, mais ses indications sont favorables pour l'avenir.

Notons aussi à cette époque la campagne inflationniste de quelques journaux français; la résolution de la Commission des finances à la Chambre des Députés tendant à une réduction de 1/2 % sur le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale; le conflit des salaires et le mouvement de grève

dans les centres industriels français, surtout dans le Nord et dans le compartiment des textiles.

Enfin signalons la baisse accélérée du mark qui, en fin septembre, entraîne une véritable panique à la Bourse de Berlin.

e) 20 septembre-29 novembre. — *Larges oscillations.*

1^o du 20 septembre au 11 octobre, la hausse du change est très nette, quoique irrégulière et interrompue par un palier entre le 27 septembre et le 4 octobre : la prime passe de 275 à 263.

Il y a certainement d'importants achats de francs; ils ont pu être provoqués :

par la perspective du nouvel emprunt du Crédit National (3 milliards de francs remboursables de 1931 à 1936), autorisé en fin septembre;

la levée des sanctions au 30 septembre et le rétablissement de la libre communication entre les territoires allemands occupés et non occupés;

le progrès des négociations de Wiesbaden, en vue d'un accord sur les livraisons en nature;

les efforts du Parlement français en vue d'équilibrer le budget 1922 par des compressions de dépenses;

la solution donnée au partage de la Haute-Silésie par le Conseil de la Société des Nations.

Pendant cette période, la hausse de la livre s'accélère beaucoup, surtout au début d'octobre, et le mark manifeste à plusieurs reprises une résistance contre le mouvement de baisse.

2^o Après un mouvement de spéculation brève entre le 11 et le 25 octobre, la prime se retrouvant à 263 à la fin comme au début, après avoir passé le 18 octobre à 270 — et un palier à 263 entre le 25 octobre et le 1^{er} novembre — la baisse du franc reprend et s'accélère progressivement jusqu'au 29 novembre, date à laquelle la prime atteint la cote 277, de deux points seulement au-dessus de son point de départ au 20 septembre.

— De même que le début d'octobre a été une période de spéculation nette sur le franc, sur le mark et même sur la livre, dans un sens favorable d'ailleurs, la fin d'octobre marque une hésitation de cette spéculation et une période d'incertitude sur les trois devises qui restent simultanément sur un palier plus ou moins tourmenté.

— Puis au début de novembre la livre reprend son mouvement de hausse ; le mark s'effondre au contraire ; le début de la chute du franc est le contre-coup de cet effondrement de la devise allemande, qui compromet la créance française et annonce déjà le moratorium.

Cependant la baisse française débute lentement ; elle est contrecarrée par un certain nombre d'indices favorables.

Fin des grèves de l'industrie textile, dans la deuxième moitié d'octobre ;

Succès de l'emprunt du Crédit National ;

Etablissement de l'équilibre du budget 1922 (en tenant compte des plus-values à attendre des impôts nouveaux et en prévoyant une émission de bons du Trésor jusqu'à concurrence de 1.500 millions, pour le fonds d'amortissement de la dette, en compensation du paiement en rentes de l'impôt sur les bénéfices de guerre) ;

Vote du nouveau régime des chemins de fer.

La chute du franc s'accélère au courant de novembre, tandis que la hausse de la livre s'affirme et que la baisse du mark est arrêtée.

Il y a une pression très nette de la spéculation britannique :

C'est le moment de la Conférence de Washington, et la pression a lieu non seulement sur le franc, mais aussi sur le dollar, ainsi que nous avons eu l'occasion de le montrer en étudiant « la Grande-Bretagne ».

Simultanément les discussions se poursuivent au sujet des futurs versements allemands ; la Commission des réparations n'a pas admis la thèse allemande préconisant l'émission d'un emprunt extérieur pour couvrir le règlement du 15 janvier

et le report du règlement prévu pour le 15 février ; mais, à la suite de cette décision, une pression diplomatique anglaise s'est manifestée très nettement, en vue de faire fléchir les exigences de la France. M. Stinnes entreprend un voyage à Londres ; on affirme officiellement qu'il n'a aucun rapport avec la question des réparations et qu'il ne faut en attendre aucun résultat immédiat.

Notons aussi la dénonciation du *modus vivendi* commercial avec l'Espagne et de notre accord commercial avec l'Italie.

Enfin la balance commerciale mensuelle continue à être défavorable, mais l'augmentation des importations a porté surtout sur les matières premières.

f) 29 novembre-fin décembre. — Hausse rapide terminée en janvier. La hausse du change reprend très brusquement entre le 29 novembre et le 13 décembre, la prime tombe de 277 à 240, soit en quinze jours une variation de 37 points et de 7 % : cette hausse rappelle par son allure celle du début de l'année (précédemment au contraire, la prime avait mis cinq semaines pour tomber de 278 à 246 et deux mois et demi-pour monter de 241 à 275).

Cette hausse se termine par un palier au voisinage de 240, à partir du 13 décembre ; après une oscillation de deux points (cote 238 le 20 décembre), la prime se maintient à 240 à partir du 27 et au début de janvier 1922. Le change finit donc en fin d'année sur un palier très haut ; la prime n'était tombée au-dessous de 240, depuis février 1920, qu'à deux reprises et très fugitivement : en fin juillet 1920, et en mai-juin 1921, chaque fois pendant quatre semaines ; elle s'était, il est vrai, maintenue pendant trois semaines encore aux environs de cette cote au courant de juin 1921. Nous avons vu d'autre part au début de ce chapitre que le niveau moyen de 1921 pouvait être évalué à 255. D'ailleurs le mouvement de hausse va se continuer au début de l'année 1922.

La hausse de la livre est très forte aussi pendant cette période et du même ordre de grandeur que celle du franc.

Le mark est ferme.

Nous concluerons évidemment à un mouvement très net de la spéculation, par des achats sur l'ensemble des devises dépréciées.

La tendance de la balance commerciale en octobre et en novembre reste celle des mois précédents; l'accroissement des importations alimentaires est toutefois faible pour la saison, si on la compare à celle des années précédentes : la récolte ayant été très belle.

Le Trésor français rembourse, dans la première semaine de décembre, et pour la première fois depuis la guerre, 300 millions à la Banque de France (voir Situation générale).

Les informations politiques sont bonnes :

Semblant de détente anglo-française : l'échange de notes officielles aigres-douces est interrompu; les discours des hommes d'Etat sont remplis de protestations cordiales :

Négociations Loucheur à Londres et à Bruxelles, au sujet de l'accord financier interallié et des réparations;

Détente à la fin de la Conférence de Washington.

— Au milieu de décembre, la déclaration d'insolvabilité du Reich, adressée le 16 par le chancelier Wirth à la Commission des réparations, entraîne une spéculation très momentanée contre le franc; c'est à ce moment que nous avons constaté la petite oscillation de la prime entre 238 et 240.

— L'année finit sur une position d'attente :

La Conférence de Cannes est fixée au 6 janvier;

Les conversations Briand-Loucheur-Berthelot à Londres se sont terminées dans une atmosphère cordiale, mais sans apporter de résultats positifs immédiats.

B) PRIX DE GROS

3, grands mouvements :

a) *janvier à mai-juin 1921.* Continuation de la baisse commencée en septembre 1920. Cette baisse était de 25,42 et 26 points respectivement en octobre, novembre et décembre 1920. Elle est de 29 points en janvier 1921, 30 points en février, 18 points en mars, 13 points en avril, 18 points en mai, et finit par 4 points en juin.

— L'index, parti de 537 en septembre 1920, a atteint 415 en janvier et tombe à 332 en juin 1921 ; il se retrouve ainsi à la cote minima précédemment atteinte, en mai 1919.

La baisse est de 47 % entre septembre 1920 et juin 1921 et de 57,7 % entre avril 1920 (maximum atteint) et juin 1921.

La baisse anglaise entre juillet 1920 (maximum atteint) et août 1921 (qui ne correspond pas d'ailleurs à un minimum, la baisse persistant jusqu'à la fin de l'année), soit dans le même intervalle de 14 mois, est de 56,5 %.

La baisse américaine entre mai 1920 (maximum atteint) et juin 1921 (minimum atteint) est de 58 %.

L'analogie des trois proportions est frappante.

— *L'indice des importations* continue également son mouvement de baisse, quoique plus irrégulièrement (en particulier, un palier entre février et mars) et jusqu'en mai seulement ; il atteint à ce moment la cote 350, ce qui représente une baisse de 67 % sur le maximum précédent de septembre 1920 (cote 700) et une baisse de 80 % sur le grand maximum d'avril 1920 (cote 820).

— Quant à *l'index-or*, après sa chute très rapide dans la fin de 1920, il oscille entre 132 et 145 au début de 1921 jusqu'en mai inclus, sans tendance définie. Pendant ce temps, l'index-or anglais et l'index américain continuent leur chute et se rapprochent de plus en plus de l'index-or français. En

mai 1921 où celui-ci est, il est vrai, particulièrement élevé, à la cote 145, l'index américain est à la cote 151 seulement et l'index-or anglais à 168.

b) *mai-juin à septembre 1921.* — Légère reprise de la hausse; elle est très faible jusqu'en août: l'index passe de 332 en juin à 337 en juillet et 338 en août; il saute très rapidement à 351 en septembre.

L'analogie est frappante avec le mouvement de juin à septembre 1920.

— Le mouvement a été précédé par une reprise de l'*indice des importations* qui commence en mai pour finir en septembre, en s'accélégrant progressivement: l'indice passe de la cote 350 à la cote 406.

— L'*index-or français*, ayant atteint momentanément en mai la cote de 145 (maximum de l'année), reprend sa chute et la continuera jusqu'en octobre; il augmente son écart avec l'index américain — momentanément stabilisé, avec tendance à la hausse — mais tombe moins vite, au début, que l'index-or anglais; en septembre l'index-or français est à la cote 132, l'index américain à la cote 152 et l'index-or anglais à la cote 146.

c) *septembre à décembre 1921.* — Reprise de la baisse qui ramène d'abord brusquement, en octobre, l'index de la cote 351 — atteinte non moins brusquement en septembre — à la cote 338, qui était celle d'août; puis les prix se maintiennent fermes en novembre: index 339; enfin ils retombent en décembre, l'index revenant à la cote 333, soit sensiblement à la précédente cote de juin (332, minimum de l'année).

— L'*indice des importations* recommence, lui aussi, sa chute à partir de septembre, où il était à 406; mais la baisse est très légère en octobre et l'indice se maintient à la cote 400 en octobre et en novembre; puis il tombe brusquement en décembre à la cote 362.

— L'*index-or* continue d'abord à baisser; il tombe à 126 en octobre; à ce moment, l'écart avec l'*index-or* anglais, à 145, et l'*index* américain, à 150, s'est de nouveau accentué.

Puis il se maintient à 126 en octobre et novembre, tandis que l'*index* américain se maintient à 150 et que l'*index-or* anglais baisse à peine, atteignant 143 en novembre. Mais il se relève brusquement, passant de 126 à 137 en décembre; tandis que l'*index* américain baisse d'un point, atteignant 149, et que l'*index-or* anglais se relève de 4 points seulement, atteignant 147 : de sorte qu'en fin d'année, l'écart est presque nul entre l'*index* américain et l'*index-or* anglais, et qu'il est réduit à une dizaine de points entre ceux-ci et l'*index-or* français.

C) INFLATION.

L'inflation a une tendance nette à la réduction au cours de 1921; le chiffre représentatif ne passe, il est vrai, que de 470-480 à 440-450 entre le début et la fin de l'année, la diminution étant de l'ordre de 6,5 %; mais cette diminution est significative, si on la compare à l'augmentation constante que nous avons constatée précédemment.

L'encaisse reste sensiblement invariable d'un bout de l'année à l'autre, aux environs de 5 milliards $3/4$; elle manifeste cependant une légère tendance à l'augmentation (30 millions environ entre le 6 janvier et le 29 décembre).

— De janvier au début de juin, le chiffre représentatif oscille constamment entre 470 et 480; il se maintient en somme au voisinage du niveau maximum atteint dans la fin de 1920 (le chiffre de 485 n'a été observé que par moments).

La circulation oscille entre 37.808 millions (atteints le 24 février) et 38.833 millions (atteints le 6 mai); d'une manière générale, elle diminue légèrement du début à la fin de chaque mois, pour rebondir en sens inverse au passage d'un mois à l'autre; ces oscillations mensuelles sont de l'ordre de

1/2 milliard. Le niveau moyen est légèrement inférieur entre mi-janvier et mi-mars, légèrement plus élevé en avril et en mai.

— Entre le début de juin et fin juillet, le chiffre représentatif tombe à la cote 460 à laquelle il se maintiendra de nouveau jusqu'en fin septembre (descendant un moment seulement à 455 en fin août).

La circulation, qui était de 38.982 millions le 2 juin, et de 38.375 millions le 9, tombe au-dessous de 38 milliards le 16 juin, au-dessous de 37 milliards 1/2 le 23 juin, au-dessous de 37 milliards 1/4 le 21 juillet; elle reste aux environs de 37 milliards jusqu'en fin septembre (avec toujours le même mode d'oscillation mensuelle).

— Au courant d'octobre et jusqu'au 10 novembre inclus, le chiffre représentatif se relève légèrement; sauf un moment à la fin du mois, où il atteint de nouveau 460, il se maintient à 465.

La circulation, qui a passé à 37.792 millions le 6 octobre, oscille jusqu'au 10 novembre entre ce chiffre et 37.154 millions (minimum atteint le 27 octobre, par le jeu de l'oscillation mensuelle).

— La baisse reprend au courant de novembre; le chiffre tombe à 450 le 24 novembre, et la circulation à 36.336 millions.

En novembre et décembre, le chiffre se maintient presque constamment à 450 et la circulation entre 36.246 millions et 36.666 millions, pour finir à 36 milliards 1/2 en fin décembre.

INTERPRÉTATION.

La physionomie de l'année 1921 est en relation étroite avec le développement de la crise économique.

Cette crise est ressentie tout spécialement par les Etats-Unis et par la Grande-Bretagne, par suite du marasme des

transactions internationales; nous avons vu qu'elle avait conduit celle-ci à porter tous ses efforts sur la baisse de l'index-or; les Etats-Unis, dont les moyens d'action mondiaux sont plus considérables, adoptent une politique de larges crédits aux pays qui sont leurs clients naturels; ils ont pu constater en effet que l'intensification de la crise économique avait coïncidé chez eux avec d'importantes rentrées d'or (350 millions de dollars dans le second semestre 1920 contre une sortie totale de 70 millions seulement; ce chiffre n'avait été dépassé que pour le deuxième semestre 1916 et le premier semestre 1917) et avec la tension générale des changes; nous avons passé en revue les nombreux emprunts qui ont été émis sur la place de New-York pour le compte de la France et de l'Allemagne, ainsi que les négociations qui se sont poursuivies avec la Grande-Bretagne au sujet des dettes interalliées; mais la forme la plus intéressante de cette politique, au point de vue monétaire, a consisté dans l'aide systématique apportée au relèvement des devises étrangères, tant alliées qu'ennemies: en ce qui concerne spécialement la France, il n'est pas douteux, quelque illusion qu'on ait pu se faire à l'époque, que l'importante amélioration du change a été due beaucoup plus aux stocks énormes de francs achetés par les spéculateurs américains qu'à l'effort accompli par le pays, effort très réel et non négligeable cependant, tant au point de vue économique qu'au point de vue fiscal. Les résultats de cette politique, dans laquelle les achats de devises jouent moins comme spéculation pure que comme moyen pour le développement des débouchés, sont d'autant plus patents qu'elle contraste avec le resserrement général du crédit dans la seconde moitié de 1920.

Au point de vue de la production française, nous avons vu que la crise ne l'avait gagnée que progressivement en 1920; c'est au cours du dernier trimestre seulement que les débouchés se sont fermés (difficultés fiscales dans les régions libérées, barrières protectionnistes à l'étranger). En 1921, et sur-

tout vers le milieu de l'année, la situation s'améliore de nouveau pour la France, beaucoup plus nettement que pour la Grande-Bretagne et pour les Etats-Unis ; nous avons suivi cette évolution sur les indications provisoires des balances commerciales mensuelles ; nous avons constaté aussi l'arrêt de la grande chute de l'index-or à partir de décembre 1920. En effet les débouchés intérieurs s'ouvrent à nouveau : le gros effort de 1920 commençant à porter ses fruits et le crédit réapparaissant, la situation financière s'améliore. Les débouchés extérieurs se desserrent aussi dans la première partie de l'année : la chute très rapide de l'index-or français en fin 1920 ayant de nouveau augmenté son écart avec les index américain et index-or anglais ; l'abstention de la consommation et des commandes dans la seconde partie de 1920 ayant été d'ailleurs trop subite et trop absolue pour se maintenir longtemps avec la même rigueur.

Enfin, malgré la crise, la production française se relève progressivement, en particulier par l'effet de la reconstitution industrielle dans les régions libérées.

La comparaison de la statistique en tonnages des neuf premiers mois de 1921 avec celle des neuf premiers mois de 1920 est particulièrement éloquent : les importations en poids ont diminué d'un tiers environ, passant de 36 millions à 24,8 millions de tonnes ; celles des produits alimentaires ont particulièrement faibli, passant de 4,8 à 2,8 millions de tonnes ; par contre les exportations ont passé de moins de 9 millions à 10,7 millions de tonnes, l'augmentation portant d'ailleurs surtout sur les matières nécessaires à l'industrie (6,7 à 8,4 millions de tonnes), alors qu'elle est insignifiante sur les produits fabriqués (1,38 à 1,46 millions de tonnes).

Par contre, au cours du second semestre de 1921, ces débouchés extérieurs se resserrent une nouvelle fois, par un regain de politique prohibitionniste ; celle-ci s'étend de proche en proche à tous les Etats, chacun réagissant dès qu'il est atteint par les mesures émanant d'un autre ; nous avons noté

différents épisodes de cette lutte : vote de l'Antidumping bill en Angleterre, négociations difficiles entre la France et l'Espagne, la France et l'Italie, etc...; mais, la récolte étant très belle et la France fermant elle aussi ses portes, les importations diminuent, ou du moins n'augmentent que d'une façon très faible au début de la mauvaise saison, contrairement à ce qui s'était passé dans les précédentes années. Nous avons vu en étudiant la « Situation générale » que la balance pour l'année était exceptionnellement favorable; le chiffre global des affaires attestant seul, par sa réduction, la crise économique.

— Les caractéristiques générales de l'année étant ainsi exposées, disons tout d'abord un mot de la situation fiscale.

Nous avons vu (Situation générale) que le budget de 1921 présentait une amélioration nette sur les budgets précédents : le recouvrement des impôts accusant un accroissement progressif et un effort symétrique ayant été poursuivi sous la forme de réduction des dépenses.

Le gouvernement s'est engagé dans la voie de la réduction de l'inflation; nous avons constaté une légère diminution de la dette extérieure et des avances de la Banque de France.

Tout cet ensemble de faits a sans doute réagi favorablement sur le change, en produisant une impression de confiance à l'étranger et en encourageant la spéculation à la hausse.

Quant à leur effet direct sur le facteur monétaire, il n'a pu être que très faible : le budget continue à être en déficit et ce déficit est même supérieur au montant des dépenses dites recouvrables; la réduction de la circulation n'est que de 6,5 %.

— En ce qui concerne les *prix*, nous constatons encore au courant de 1921 le parallélisme entre les variations de l'index intérieur et celles de l'indice des importations; nous renvoyons à ce que nous avons dit, en étudiant l'année 1920, sur l'influence des fournitures étrangères, influence à la fois d'ordre économique proprement dit et d'ordre psychologique.

Dans la période de janvier à juin 1921, des considérations

spéciales entrent en jeu : la baisse des prix intérieurs, pendant cette période, est nettement la continuation de celle que nous avons étudiée entre septembre et décembre 1920 et dont nous avons signalé l'allure spontanée, indépendamment des variations observées sur l'indice des importations.

La continuation du mouvement au début de 1921 est surtout d'ordre psychologique, l'accélération dans la baisse des importations (dont l'allure redevient parallèle à celle des prix intérieurs) servant d'argument et les producteurs et commerçants subissant la pression du public (comme le public a subi leur pression à la hausse au début de 1920).

Enfin les achats considérables de devises françaises qui ont lieu à ce moment ont dû favoriser la baisse en restreignant la circulation monétaire effective.

A partir de mai 1921, la reprise des prix intérieurs ne suit celle des prix d'importations qu'avec un certain décalage, jusqu'en août inclus. Cette observation complète les précédentes : toute tentative de hausse se heurte à la résistance du public et au resserrement immédiat de la consommation. Cependant, entre août et septembre, les importations s'intensifient (produits alimentaires et matières premières, par suite de l'épuisement des stocks et de la reprise industrielle) et leur hausse s'accéléralant, celle des prix intérieurs s'accuse soudain.

Mais, dès que la détente des prix d'importation s'esquisse, entre septembre et octobre, la pression du public reprend vivement et les prix intérieurs sont ramenés en octobre au niveau d'août. Les prix d'importation marquant un arrêt entre octobre et novembre, une réaction se produit aussitôt de la part des vendeurs, et la baisse s'arrête.

La chute brusque des prix d'importation entre novembre et décembre amène enfin une reprise immédiate de la baisse intérieure.

Nous concluons à une relation nette entre les variations des prix d'importations et celles des prix intérieurs, mais à

une relation d'ordre psychologique principalement; les mouvements des prix intérieurs ont une allure tourmentée qui est exceptionnelle et offre de véritables analogies — toutes proportions gardées — avec les grands mouvements de spéculation sur le change; il y a une lutte constante entre les vendeurs et les consommateurs : l'action de ceux-ci est d'ailleurs prépondérante par suite de la longue période de baisse — courant difficile à remonter — et par suite des difficultés de la production, qui doit maintenir et élargir à tous prix ses débouchés et qu'effraye à juste titre tout resserrement accentué dans la consommation.

— Passons maintenant au *change*. Son amélioration a porté à la fois sur le niveau moyen et sur la fermeté de la devise qui n'a pas eu à subir, comme l'année précédente, des assauts incessants et des oscillations de toute nature.

D'une manière générale, les mouvements du franc ont été en relation avec les mouvements de la livre beaucoup plus nettement que l'année précédente, la spéculation américaine ayant travaillé simultanément, dans un sens favorable, les deux devises. Les variations ont été, bien entendu, amplifiées pour le franc, par suite de sa plus grande instabilité et du renforcement de la spéculation américaine par la spéculation anglaise. Cependant la tendance à la hausse a été plus nette pour le franc que pour la livre, de janvier et surtout d'avril à fin mai 1921; cela tient à l'ensemble de faits suivants : le franc avait été plus gravement atteint en fin 1920; la production française manifeste une reprise tout particulièrement marquée au début de 1921; les Etats-Unis cherchent à enlever les débouchés continentaux à la Grande-Bretagne, plutôt qu'à s'ouvrir des débouchés dans ce pays; spécialement en avril et en mai, la grève des mineurs pèse sur la situation britannique et encourage les Etats-Unis à conquérir le marché du charbon. En juin et juillet de même, la baisse de la livre est beaucoup plus accentuée que celle du franc : elle est due aux conversions des premiers versements alle-

mands, qui agissent directement sur le marché de Londres, et par répercussion seulement sur celui de Paris. Par contre, après la période incertaine d'août, la baisse du franc reprend très nettement en septembre et de nouveau, après une hésitation, en novembre, tandis que la livre accuse un mouvement de hausse très nette : la décision de la Conférence financière interalliée, relative à la répartition des versements allemands, semble être la cause première de cette dissociation ; de plus, l'effondrement du mark agit tout spécialement sur le franc ; enfin, en novembre, intervient la manœuvre anglaise, qui atteint le dollar lui-même, comme prélude à la Conférence de Washington. En décembre le parallélisme se rétablit avec hausse rapide des deux devises au début et léger arrêt en cours du mois, la bonne tendance réapparaissant en fin d'année et au début de janvier 1922.

Nous avons même constaté une certaine relation entre les mouvements du franc et ceux du mark : arrêt dans la baisse du mark jusqu'en mai, baisse lente de juillet à août, effondrement en octobre et en novembre, relèvement en décembre.

Ces relations plus ou moins nettes entre les variations des différentes devises européennes confirme l'intervention prépondérante de la spéculation américaine.

CONCLUSIONS

1° En ce qui concerne le *change*, amélioration du niveau et de la stabilité ; influence prépondérante de la spéculation américaine et des achats de francs qui en résultent (concurrentement avec des achats de marks et, dans une moindre mesure, avec des achats de livres), en vue de l'élargissement des débouchés ; influences accessoires de la reprise de la production française — particulièrement éloquente en regard du

marasme économique mondial — et de l'amélioration de la situation fiscale, surtout par l'encouragement qui en résulte pour la spéculation et peut-être aussi, quoique dans une mesure très faible, par l'effet direct d'une légère déflation.

Les baisses localisées, à certaines époques, sont causées pour la plupart par des revirements momentanés de la spéculation; en général, ces revirements sont provoqués par des faits susceptibles d'affecter le recouvrement de la créance française sur l'Allemagne :

Echec de la Conférence de Londres et ultimatum des Alliés, entre mi-février et mi-mars;

Décision de la Conférence financière interalliée au début de septembre;

Effondrement du mark en novembre.

Entre mi-mai et mi-juillet, nous avons observé par contre une succession de baisses d'une nature spéciale, répercussion de baisses de la livre tenant elles-mêmes aux opérations de conversion des premiers versements allemands.

2° En ce qui concerne les mouvements des *prix* intérieurs nous avons constaté l'influence prépondérante des variations dans les prix d'importations; bien plus encore qu'en 1920, nous avons admis que cette influence était surtout d'ordre psychologique.

Nous avons expliqué pourquoi elle s'exerçait beaucoup plus facilement et nettement dans le sens de la baisse : courant d'idées difficile à remonter; difficultés de la production qui doit capituler devant tout resserrement de la consommation; enfin réduction de la circulation effective, moins par l'effet de la légère déflation, en cours d'année, que par les achats spéculatifs de devises.

3° En ce qui concerne l'*inflation*, il nous suffit de rappeler ce que nous venons de dire au sujet du change et des prix : la légère réduction de la circulation en cours d'année n'a eu qu'une influence très réduite; mais celle-ci s'est ajoutée, en ce qui concerne les prix, aux importants retraits de devises

effectués par la spéculation; et elle donne, concurremment avec les plus-values des impôts, avec la légère diminution de la dette extérieure, avec l'ensemble des actes et des déclarations du gouvernement français, une indication de tentance qui encourage la spéculation dans un sens favorable au change. Elle est d'ailleurs réciproquement facilitée par l'amélioration du change et par la baisse des prix intérieurs.

CHAPITRE V

Conclusions générales pour la France

1° La spéculation sur la devise est la clef des mouvements du *change* français.

Nous pouvons dire d'abord que le crédit seul intervient pratiquement pour limiter la dépréciation de la devise sur le marché international :

Le budget ne cesse pas d'être en déficit, déficit qui se chiffre annuellement par des dizaines de milliards, si l'on tient compte des dépenses dites recouvrables, et par plusieurs milliards encore dans le cas contraire ; le gros effort fiscal accompli en 1920, et dont l'effet a été retardé principalement par la crise économique, a réduit ce déficit en 1921, sans le supprimer.

La balance commerciale mensuelle, s'il faut en croire les chiffres provisoires, est presque constamment défavorable ; elle ne présente des excédents que pendant de courtes périodes ; les balances annuelles accusent toutes un déficit plus ou moins considérable. 

Il ne faut pas oublier qu'avant la guerre la France était un pays importateur, la balance des comptes n'étant fortement créditrice que grâce aux revenus des placements à l'étranger.

Or la dette extérieure a augmenté considérablement pendant la guerre, tandis que les placements français à l'étranger

étaient en grande partie aliénés (mis à la disposition de l'Etat par les particuliers et utilisés pour les besoins de la défense nationale), en grande partie aussi devenus sans valeur (Russie, Turquie, etc...); quant aux versements allemands, ils sont problématiques, leur importance et leur délai restent indéterminés; ils n'ont en somme aucune valeur commerciale et ne peuvent être escomptés que par la spéculation.

Enfin le chiffre représentatif de l'inflation — en admettant (ce qui n'est nullement prouvé) qu'il représente à chaque époque un niveau limite pour la prime du dollar, que seule une oscillation brusque serait susceptible de dépasser très momentanément — subit lui-même l'entraînement des besoins économiques et fiscaux; nous avons toujours constaté, en Grande-Bretagne et en Allemagne comme en France, que les progrès de l'inflation suivaient ceux de ses besoins, quel qu'en soit le motif: une baisse du change, une hausse des prix intérieurs, une aggravation du déficit fiscal...; inversement nous n'avons observé des tendances à la déflation que lorsqu'une amélioration s'était préalablement produite dans la situation générale.

Ainsi donc le crédit est le seul soutien de la devise française au cours des années qui nous intéressent. Il en résulte que les vicissitudes de la devise sont fonction: des tendances et des disponibilités du marché mondial d'une part, des événements qui intéressent la France et qui provoquent ou détournent la faveur de l'opinion étrangère d'autre part.

Ce crédit affecte les formes les plus diverses: emprunts d'Etat à Etat, émissions françaises sur les places étrangères (bons du Trésor; emprunts d'Etat, de Municipalités, d'organismes soutenus par l'Etat: Crédit National...), spéculation sur le change.

Ce dernier mode est le plus important au point de vue qui nous occupe, car sa répercussion sur les phénomènes monétaires est la plus directe; même au point de vue purement quantitatif, les sommes avancées à la France sous cette forme

ont été considérables et ont constitué une très forte proportion — quoique mal connue — de la dette extérieure.

Ses caractéristiques essentielles sont les suivantes :

Son origine est spontanée et ne nécessite pas l'intervention volontaire du pays intéressé;

Sa susceptibilité est grande; son développement ou son resserrement accompagne généralement celui de l'ensemble du crédit; mais ses mouvements ne sont jamais réguliers; et ils manifestent des oscillations constantes et relativement courtes, en relation avec tous les événements susceptibles d'influencer l'opinion.

Ses conséquences sont dangereuses, car l'effet de ces mouvements est immédiat, non limité et se fait généralement sentir au moment le plus critique; en particulier nous avons déjà expliqué (Section IV Chapitre II) comment une certaine quantité de devises, jetée dans un court délai sur le marché, peut faire tomber le change à une cote bien plus défavorable que celle à laquelle il se serait tenu, si ces devises étaient restées constamment en circulation.

Aussi les vicissitudes de la situation politique et économique influent-elles avec une intensité toute particulière sur la tenue du franc; la livre manifeste d'une manière générale, à partir du réajustement de 1919 et début de 1920, une tendance à la hausse (son niveau général n'étant pas soutenu par la spéculation et celle-ci n'intervenant que secondairement, surtout par son action sur les traites en livres des règlements internationaux); le mark, au contraire, manifeste une tendance constante à la baisse que la spéculation intervient seulement pour ralentir et pour tourmenter.

La situation économique et fiscale de la France, elle, n'est nettement déficitaire que si l'on fait abstraction des versements allemands; son rétablissement dans l'avenir est lié à ces versements et au mode de recouvrement des dettes interalliées; elle est dès lors fonction du crédit et spécialement du crédit de spéculation qui escompte cet avenir — à un taux

variable, d'autant plus élevé que l'exécution du Traité de Paix semble plus improbable ou plus différée et qu'en sens inverse les exigences des créanciers alliés se font plus ou moins pressantes.

Nous avons vu que, l'année 1919 ayant été celle du réajustement des changes, l'année 1920 a été nettement plus mauvaise que l'année 1921, tant au point de vue du niveau moyen (285 en 1920, contre 255 en 1921) qu'à celui de l'instabilité de la cote.

— Si nous établissons maintenant le rapport des prix intérieurs américains et français, nous obtenons les résultats suivants :

En 1919 — minimum des prix français (en mai) : 332; minimum des prix américains (en février) : 201, rapport : 165.

En 1920 — maximum des prix français (en avril) : 600; maximum des prix américains (en mai) : 272, rapport : 220.

En 1921 — minimum des prix français (en juin) : 332; minimum des prix américains (également en juin) : 150; rapport : 220.

Si nous pouvions raisonner pour la France comme nous l'avons fait pour la Grande-Bretagne, nous concluerions que la dévalorisation monétaire sur le marché intérieur, retardée au courant de la guerre et jusqu'en mi-1919 — vraisemblablement en majeure partie par la tenue artificielle des changes au voisinage du pair — s'est établie et maintenue, à partir de 1920, au voisinage de 220. La dépréciation du franc, sur le marché des changes serait donc constamment supérieure, après la période de réajustement, à sa dépréciation par rapport à l'or sur le marché intérieur et ne s'en serait approchée qu'à deux reprises, en juin-juillet 1920 et en juillet 1921. Quant au chiffre représentatif de l'inflation, il aurait été plus que double du chiffre traduisant cette dépréciation.

Mais un tel raisonnement serait fallacieux; il n'est pas possible d'établir un parallèle entre les variations des prix américains et anglais d'une part, et celles des prix français de

l'autre; les conditions de la production et celles de la consommation sont très spéciales en France : nous avons vu déjà que l'Etat, en tant que financier des Régions libérées, pouvait être considéré, directement ou indirectement, comme le principal consommateur; en face d'une production dont la reprise est nécessairement lente (destructions, manque de main-d'œuvre, désorganisation totale), nous trouvons une demande illimitée mais pour laquelle l'Etat fait, dans une grosse proportion, l'avance des paiements.

Il n'est donc pas possible de parler d'une dévalorisation du franc, ni d'en chercher l'ordre de grandeur. Les conditions ne sont pas du tout les mêmes que pour la Grande-Bretagne, capable de surmonter par ses propres moyens — ou presque — une crise passagère.

2^o Cherchons maintenant à serrer de plus près le mécanisme et les vicissitudes des *crédits de spéculation*.

Il est impossible d'en évaluer l'importance annuelle, par suite de la confusion des écritures budgétaires jusqu'en 1921 et de la variété des éléments qui composent la dette flottante : bons de la défense nationale, bons du Trésor, billets de banque stockés...

Mais nous pouvons tout d'abord observer que, même au moment où le change atteint ses plus basses cotes (en avril et en fin 1920, la prime du dollar étant aux environs de 330), le montant des devises détenues par la spéculation est considérable; en effet, entre la fin de 1919 et avril ou même fin 1920, le gouvernement français n'a pas eu les moyens d'en racheter une quantité appréciable; bien au contraire, le chiffre des émissions augmente encore en fin d'année; or le marché intérieur français n'a pas dû être engorgé par un afflux de billets: il en fut résulté une hausse anormale des prix, suivie par une baisse anormale en 1921, au moment de la reprise des achats de devises, et nous avons vu au contraire que le rapport des prix américains et français était resté sensiblement le même d'une année à l'autre.

Somme toute, en rapprochant les mouvements des prix et ceux du change, nous sommes conduits à admettre que le stock des devises détenues par la spéculation n'a pas varié notablement depuis la fin de 1919; dans cette hypothèse, l'explication des grandes oscillations du change est la suivante: lorsque l'impression est défavorable, un certain nombre de spéculateurs cherchent à vendre des devises; ce supplément d'offres entraîne aussitôt une chute de la cote qui provoque elle-même de nouveaux dessaisissements et s'accroît par suite très rapidement, beaucoup plus vite même que ne le justifierait la quantité des devises jetées sur le marché; deux éventualités peuvent alors se produire: — ou bien d'autres spéculateurs apparaissent aussitôt et profitent de la baisse pour acheter; dans ce cas la chute s'arrête vite et la cote s'établit légèrement au-dessous du chiffre précédent, si même la recrudescence des demandes ne provoque pas un entraînement momentané en sens inverse — ou bien les acheteurs ne se présentent pas aussitôt; dans ce cas la chute s'accroît très vite, ne serait-ce que par l'affolement d'un petit nombre d'individus désireux de vendre à tout prix et ne trouvant pas de contre-partie; cette chute peut prendre des allures désordonnées (ainsi que nous l'avons vu à certains moments pour l'Allemagne) et hors de toute proportion avec les quantités en jeu; mais il est sans exemple qu'en fin de compte des acheteurs n'apparaissent pas, assez avisés pour prévoir une réaction brutale et prochaine, et pour enlever à un prix infime l'ensemble des devises qui flotte sur le marché.

L'exposé qui précède nous confirme dans l'idée que le change peut tomber, à un moment donné, bien au-dessous du niveau qu'il aurait atteint si l'ensemble des billets émis était resté constamment en circulation sur le marché — et cela bien que dans les moments les plus défavorables une quantité appréciable de devises reste thésaurisée. Ajoutons qu'un gouvernement choisit naturellement, pour les émissions de billets, des modes et des époques tels qu'elles soient

absorbées le plus facilement possible par le marché, de sorte que leur répercussion est réduite au minimum; au contraire les ventes des spéculateurs interviennent au hasard et se précipitent au moment même où le marché traverse une phase critique; elles ont dès lors une action particulièrement néfaste et peuvent atteindre pour une longue période la situation financière du pays.

Nous nous résumerons en disant qu'un accroissement donné de la circulation effective produit des effets foncièrement différents suivant la manière et la vitesse avec laquelle il intervient⁽¹⁾.

En ce qui concerne la France, les achats de devises ont été faits à des cotes très variables suivant les époques. Ils ont été particulièrement importants et avantageux en 1919; ils ont absorbé en grande partie l'augmentation de la circulation, passée de 29 milliards en fin 1918 à 38 milliards au début de 1920, puisque les prix intérieurs, comparativement aux prix américains, n'ont haussé que dans la proportion de 165 à 220 entre février-mars 1919 et avril-mai 1920, et que la prime du dollar n'a dépassé 200 qu'en décembre 1919. Ils ont été particulièrement onéreux en 1920; mais ils ont dû être beaucoup moins importants et le gouvernement français s'est gardé de les favoriser; la circulation a peu augmenté en cours d'année et, par contre, nous avons noté l'émission de deux emprunts consolidés, d'un emprunt du Crédit National — sans compter celui de 1919 dont les ressources ont été principalement utilisées au début de l'année suivante — et de bons du Trésor —. Ils ont été moins désavantageux, mais très limités, en 1921, la circulation ayant diminué — surtout en fin d'année —, et ils ne paraissent pas avoir eu de répercussion sur les prix intérieurs.

En 1920 et en 1921, les achats ont donc porté principa-

1. Le mode de raisonnement que nous venons d'employer est un de ceux qui utilisent la notion de l'acte humain (Voir Introduction); il est le seul qui, à défaut de statistiques possibles en la matière, nous permette des conclusions fécondes.

lement sur les bons du Trésor; ils n'ont guère influé sur la circulation effective à l'intérieur du pays; leur effet s'est manifesté sur le marché international seul et n'a réagi sur le marché national que par les facilités apportées à l'équilibre du budget; leur stock a augmenté constamment, quoique irrégulièrement, et les mouvements de la prime ont enregistré surtout les variations de leur prix d'achat par la spéculation.

En 1919, au contraire, les opérations ont porté en grande partie sur les devises proprement dites; elles ont contribué à absorber les émissions constantes de billets et à ralentir l'augmentation de la circulation effective à l'intérieur du pays; leur effet s'est manifesté à la fois : sur le marché international, où ils ont considérablement enrayé la chute du change; sur le marché national, directement en enrayant la hausse des prix et indirectement en comblant un déficit budgétaire, particulièrement important et mal connu d'ailleurs.

3^o La variation de l'indice des importations est la clef des mouvements de l'*index intérieur* français.

L'influence des prix d'importations sur les prix intérieurs est normale en fin 1918 et en 1919, alors que la production française est abattue par la guerre et que la consommation se déchaîne; mais cet effet direct deviendra de moins en moins net au fur et à mesure que la production se développera, surtout après que la consommation se sera restreinte dans une très forte proportion.

L'influence des prix d'importations sur les prix intérieurs est aussi d'ordre psychologique; et cet effet indirect deviendra prépondérant au fur et à mesure que l'effet direct diminuera.

Nous pouvons constater d'ailleurs que le parallélisme est beaucoup moins grand, entre les mouvements des prix d'importations et des prix intérieurs, en 1919 qu'en 1920 et en 1921. C'est que, dans la première période, les produits importés constituent bien une part importante, sinon la plus grande part, des produits consommés sur le marché français (le

terme étant pris dans son sens large et englobant les matières premières acquises par l'industrie...); mais ils n'en constituent cependant pas, même de très loin, la quasi-totalité et les variations de leurs cours n'influent sur les cours intérieurs que partiellement et après un certain délai.

Dans la seconde période au contraire, tandis que la proportion des produits importés sur l'ensemble des produits consommés a diminué très notablement, le parallélisme des variations dans les prix s'accuse de plus en plus nettement. C'est de cette soudaineté même dans les mouvements et de la réaction instantanée des prix intérieurs que nous concluons à une situation anormale et à l'intervention prépondérante du facteur psychologique.

4^o Il nous faut dire maintenant un mot de l'*index-or*; il n'a pas pour la France l'importance que nous lui avons reconnue pour les pays exportateurs, tels que les Etats-Unis, la Grande Bretagne et même l'Allemagne; nous lui demandons surtout des indications sur l'évolution de la production française; sa baisse très nette jusqu'en septembre 1919 coïncide avec la réadaptation de la production, après la situation anormale créée par les besoins de l'armée et par la mobilisation générale; en fin 1919, l'index américain, les index-or anglais et français sont sensiblement à la même cote; mais l'index-or français continue à osciller jusqu'en juillet 1920, tandis que la hausse de l'index américain et de l'index or anglais s'accélère, accusant un essor prodigieux des affaires, dont la France profite pour accentuer son rétablissement économique, mais auquel elle ne peut guère encore prendre part sur le marché mondial; la nouvelle chute de l'index-or, dans la seconde moitié de 1920, qui suit de peu la chute américaine et coïncide avec la chute anglaise, marque l'arrêt dans ce rétablissement, par suite de la répercussion de la crise mondiale; par contre, l'index-or français se maintient à un niveau moyen à peu près stable au cours de 1921, alors que, tout au moins dans la première partie de l'année, l'index américain et

l'index-or anglais continuent leur chute; nous sommes arrivés à un état momentanément stable de la production française, grâce à la régularité relative des débouchés que lui assure la reconstruction des régions libérées.

5^o Rappelons, pour terminer, que les variations de l'*inflation* ne semblent pas avoir exercé d'influence directe et importante sur celles des prix ou du change; son accroissement pendant le cours de 1919 n'a fait que refléter, sous un de leurs aspects, les difficultés économiques et fiscales rencontrées par le pays et, si elle a contribué à causer la chute du change au début de 1920, c'est au même titre que tous les autres témoins d'une situation budgétaire défavorable; nous avons vu en effet qu'une nouvelle chute du change, avec piétinement sur un plan très bas, avait eu lieu en fin 1920, alors que l'inflation avait à peine augmenté en cours d'année, et que, dans l'intervalle, sans qu'elle ait varié sensiblement, le change avait atteint à un moment donné une cote plus favorable; à un autre point de vue, nous avons admis plus haut que la spéculation avait absorbé la majeure partie des émissions de billets. En 1921 la réduction de la circulation a pu encourager la spéculation en faveur du franc, mais au même titre que les autres témoins d'une amélioration dans la situation économique et budgétaire; il suffit en effet de rappeler que cette réduction n'est intervenue que dans la seconde partie de l'année et qu'elle a été insignifiante relativement aux variations du change et de l'index.

SECTION V

Quelques considérations d'ordre général

A l'issue de notre étude analytique, nous devons nous poser tout d'abord la question de savoir si la notion de « variation dans le pouvoir d'achat d'une unité monétaire », que nous avons adoptée à la base de notre thèse, est fructueuse et susceptible d'une définition précise, ou si au contraire ce n'est qu'une simple expression qui renferme les notions distinctes du change, de la hausse des prix intérieurs et des prix d'importations, de l'inflation, etc... — ces différentes notions n'ayant entre elles que des relations dont la netteté et la nature même varient à la fois suivant les milieux et suivant les époques.

Rappelons en quelques mots les relations simples que nous avons établies relativement à chaque pays :

— Même ordre de grandeur pour le pouvoir d'achat du *franc* en marchandises sur les marchés intérieur et extérieur (l'index intérieur est fonction de l'indice des importations au voisinage duquel il se tient, tout en lui restant inférieur).

— Même ordre de grandeur pour la dépréciation de la *livre* par rapport à l'or sur les marchés intérieur et extérieur (l'index intérieur et l'indice des importations sont encore voisins; mais l'allure propre de leurs variations et le décalage constant de deux à trois mois entre les points comparables nous a fait écarter l'hypothèse d'une réaction directe de l'un

sur l'autre et conclure à une similitude dans l'évolution des productions anglaise et américaine).

— Décalage permanent entre la diminution du pouvoir d'achat du *mark* en marchandises sur le marché intérieur et sa dépréciation par rapport à l'or sur le marché extérieur (nous avons expliqué dans l'Introduction pour quels motifs nous jugions inutile de distinguer la dépréciation du *mark* sur le marché des changes et la diminution de son pouvoir d'achat sur le marché des importations; ajoutons qu'à partir de 1920 le *mark* n'intervient plus dans le règlement des importations et n'est plus utilisé sur le marché extérieur que par les spéculateurs); par sa réaction sur l'index-or, ce décalage devient le facteur capital de l'évolution allemande.

Les relations simples précédemment établies ne valent d'ailleurs, comme nous devons nous y attendre, qu'à titre de première approximation.

Retenons principalement de nos précédents exposés que :

— pour la Grande-Bretagne, les comparaisons entre la dépréciation de la livre sur les marchés intérieur et extérieur n'ont pu être faites qu'aux époques où le niveau du change était relativement stable, et nous avons supposé la continuité du parallélisme à partir de 1920, alors que nous n'avions que deux ou trois points de comparaison; pour la France, nous n'avons pas subordonné complètement les variations des prix intérieurs à celles des prix d'importations, et nous avons noté au contraire, à plusieurs reprises, une tendance propre des premiers; enfin, pour l'Allemagne, si nous ne relevons aucun fait qui sorte nettement du cadre de la loi générale, c'est uniquement parce que celle-ci ne se présente pas sous la même apparence de précision que les précédentes.

*
* *

Ainsi non seulement nous avons obtenu une relation distincte pour chaque milieu, mais encore chacune de ces rela-

tions ne fait que traduire une physionomie d'ensemble et, si nous serrons les faits, nous constatons dans leurs manifestations la diversité la plus grande.

Nous avons observé, somme toute, malgré les limites étroites que nous nous sommes imposées, des aspects très différents dans les phénomènes monétaires : l'évolution de ces phénomènes dépend à chaque moment de la situation économique du milieu ; leur nature même est fonction des vicissitudes économiques au sein desquelles ils ont apparu et se sont développés. Nous n'avons pas dégagé un élément monétaire obéissant à une loi plus ou moins complexe ; nous avons rassemblé toute une série d'observations économiques ayant le caractère commun de mettre en jeu le pouvoir d'achat d'une monnaie ; au milieu de la science des Finances, qui est elle-même une section de l'Economie Politique, nous avons distingué un livre de la Science Monétaire dont les pages sont encore blanches pour la plupart.

Toutefois n'est vraiment une recherche scientifique que celle qui s'élève du particulier au général ; notre analyse apparaît pour l'instant comme une étude historique, menée avec méthode sans doute et avec le souci de mettre en relief les relations de cause à effet, mais ne présentant qu'un intérêt spéculatif sans grande portée ; pour la mettre en relief, il nous faut esquisser tout au moins une classification des cas d'espèces étudiés et faire apparaître un certain ordre dans le fatras des conclusions particulières à chaque pays et à chaque époque ; nous aurons démontré ainsi que la dissection des faits peut être fructueuse et reconnu la voie dans laquelle la recherche doit s'engager pour utiliser avec fruit les matériaux de l'observation directe.

La multitude des aspects que nous offrent les faits courants en la matière tient à l'enchevêtrement, dans chaque cas particulier, des effets dus à plusieurs causes simultanées de nature différente, nées d'une même crise économique et dont chacune serait suffisante pour provoquer une manifestation

d'ordre monétaire : c'est ainsi, pour prendre un exemple, qu'à l'issue de la guerre, les nations belligérantes ont eu à faire face simultanément à l'insuffisance de la production, au passif général des comptes (où le déficit de la balance commerciale du moment n'entraînait que pour une faible part) et au déséquilibre budgétaire.

Nous allons reprendre une à une chacune des causes rencontrées au cours de notre analyse et nous allons montrer, à la lueur de l'expérience, les conséquences qu'il serait légitime d'en attendre, en supposant qu'elle agisse seule à un moment donné. Si nous nous trouvions un jour devant une situation nouvelle, il suffirait de reconnaître l'importance relative des différents facteurs et de délimiter le rayon d'action de chacun d'eux pour être en mesure de prévoir, tout au moins dans un avenir immédiat, l'ensemble de leurs répercussions.

On procède de même dans les sciences appliquées lorsqu'il n'est pas possible de résoudre analytiquement l'équation ou la série d'équations à laquelle un problème se trouve ramené : on cherche des solutions particulières (qui peuvent être de simples résultats numériques) pour un certain nombre de cas simples ou arbitrairement simplifiés et l'on en dresse un tableau ; lorsqu'on se trouve en pratique devant un cas plus général, on le rapproche de ceux qui ont été traités et l'on admet que la solution est une combinaison simple des données correspondantes du tableau.

Premier cas : Insuffisance des moyens de production.

C'est le cas type de la France après la guerre (régions dévastées, pertes en vies humaines, mobilisation et réadaptation nécessaire de la production, etc...). Il y a déficit de la balance des comptes, résultant essentiellement de l'excès des importations sur les exportations (déficit commercial) :

a) la conséquence inévitable est que le cours des marchandises à l'intérieur du pays se modèle sur le cours des marchandises importées : la courbe de l'index-number suit la courbe de l'indice des importations, le prix de revient des marchandises produites à l'intérieur du pays n'intervenant plus que pour fixer le bénéfice réalisé entre la production et la vente. Si la situation se prolonge, le parallélisme des deux courbes tend encore à s'accroître sous l'effet du facteur psychologique. Nous renvoyons sur ces points aux conclusions générales relatives à la France (Section IV, Chapitre V, § 3). En fin de compte, *le pouvoir d'achat de la devise nationale en marchandises accuse bien une diminution du même ordre sur les marchés extérieur et intérieur*; mais cette hausse des prix n'est pas un phénomène d'ordre monétaire; on peut concevoir qu'elle ait lieu même avec une monnaie saine (mais dans ce cas elle aurait pour conséquence une hausse du même ordre sur les marchés exportateurs eux-mêmes; sous réserve toutefois des mesures que pourraient prendre les gouvernements étrangers pour gêner le nivellement des prix : *taxes à l'exportation par exemple*).

b) une seconde conséquence qui pourrait être évitée, tout au moins dans certains cas, par une politique économique courageuse (limitation de la consommation, emprunts à l'étranger...) est que le gouvernement, pour combler en tout ou en partie le déficit de la balance, a recours aux émissions de billets⁽¹⁾; la hausse spontanée des prix, en présence de la réfaction de l'offre, ne peut que contribuer à l'y inciter⁽²⁾; nous verrons d'ailleurs, en étudiant le 3^e cas, par quel jeu les émissions de billets peuvent faciliter les règlements extérieurs; remarquons dès maintenant que la hausse des prix

1. Il faut toutefois pour cela que le pays n'ait pas une réserve de créances sur l'étranger suffisante pour traverser la crise : c'est bien la situation dans laquelle se sont trouvés les belligérants qui avaient fortement entamé cette réserve pendant la guerre.

2. Nous avons observé, en effet, que jusqu'au milieu de 1920 le gouvernement anglais seul a osé envisager le ralentissement de l'inflation, et encore plus par accroissement de l'encaisse-or que par la réduction de la circulation,

entraîne, à volume de transactions égal en quantités, un gonflement du volume des transactions en espèces susceptible d'absorber un certain accroissement du nombre des billets; s'il y a déjà eu antérieurement une certaine dépréciation monétaire, la spéculation fait le reste, à condition que les émissions ne soient pas excessives, et l'inflation n'intervient pratiquement pas pour favoriser soit l'accélération de la hausse, soit l'alourdissement du change (Cf. France. Conclusions générales. Section IV § 5). Tout ce que l'on peut dire, c'est que le gouvernement est entré dans une voie dangereuse : le ralentissement de l'inflation sera la condition nécessaire et l'indice certain d'une amélioration dans la situation économique du pays (cf. France. Conclusions générales, *in fine*); nous verrons dans l'examen des cas suivants ce qui advient si le gouvernement se laisse entraîner au contraire dans la voie de l'inflation désordonnée.

Notons encore que les émissions peuvent avoir, sur le moment même, un effet direct de stimulant sur la production nationale : le décalage entre la baisse du change et la hausse des prix intérieurs entraîne en effet une chute de l'index-or et crée une véritable prime à l'exportation (exemple de l'Allemagne); mais, en fin de compte, il faut aboutir soit à l'inflation illimitée avec toutes ses conséquences (et même dans ce cas la prime tendra à disparaître, le décalage s'annulant sous l'influence du facteur psychologique: voir Conclusions générales pour l'Allemagne), soit à une réaction dont la production ressentira vivement le contre-coup si elle n'a pas eu le temps de se reconstituer, grâce au dumping, sur des bases très solides.

2^e cas : Développement de la consommation.

Nous venons d'étudier l'hypothèse de l'offre insuffisante par la faute des moyens de production : c'est ce qui se produit à la suite d'un cataclysme national tel que la guerre, un vaste tremblement de terre, une grève étendue et prolongée...

Plus fréquent est le cas d'un développement de la consommation dans un laps de temps trop réduit pour permettre à la production de s'y adapter; ce phénomène suit généralement les périodes où l'on observe un essor, ou tout au moins une amélioration rapide de la production (c'est ainsi que la reprise industrielle entre 1918 à fin 1919, à la suite de la cessation des hostilités, a fait illusion et conduit à admettre des possibilités illimitées, d'où la vague de consommation, particulièrement inopportune cependant, au début de 1920) : avant la guerre, on constatait l'alternance presque régulière des périodes de « sous-production » et de « sur-production ».

Comme dans le cas précédent, le prix de revient passe au second plan, mais il en résulte cette fois une double conséquence :

— Tout d'abord, la production nationale est stimulée jusqu'à l'extrême limite de ses possibilités; l'industrie bat le rappel des capitaux : nous constatons, concurremment avec la hausse des prix de vente, *la hausse du loyer de l'argent* et *la hausse des salaires*.

— Mais, la production étant vite débordée, nous observons aussi les mêmes effets que dans le cas précédent : *le pouvoir d'achat de la devise nationale en marchandises accuse une diminution du même ordre sur les marchés extérieur et intérieur*, sans qu'il s'agisse d'un phénomène d'ordre monétaire.

La combinaison de ces deux effets se traduit encore par :

— la hausse rapide non seulement de l'index-number, mais encore, si le pays est au régime du papier-monnaie, de l'index-or (ce qui décèle l'essor industriel et n'avait pas lieu, tout au moins avec la même netteté, dans le cas précédent).

— l'accroissement très notable dans la *vitesse de circulation* des biens et par suite des espèces; il en résulte que le pouvoir d'achat de la devise se trouve bien réduit pour chaque opération, par suite de la hausse des prix, mais que le pouvoir d'achat de cette devise par unité de temps peut être bien supérieur à ce qu'il sera en période de marasme (voir plus loin

les raisons pour lesquelles nous n'avons pas tenu compte de ce facteur dans notre étude analytique).

Il résulte de cette dernière considération que, malgré la hausse des prix, et contrairement à ce qui se passait dans le cas précédent, le gouvernement n'a aucune raison d'être entraîné aux émissions de billets (cf. déflation anglaise au début de 1920); cela est d'autant plus vrai que la prospérité industrielle s'accompagne toujours de l'épanouissement du crédit, de la plus-value de toutes les ressources fiscales...; lorsqu'il s'agit d'une devise dépréciée, il y a aussi amélioration du change (Cf. premier semestre 1920 pour l'ensemble des devises européennes ¹); enfin, la production ne demande pas à être stimulée par un dumping quelconque, comme dans le cas précédent, puisqu'elle ne peut suffire aux besoins immédiats de la consommation.

Mais il est non moins certain que le gouvernement, s'il se trouve gêné par un passif antérieur, est enclin à profiter de tous ces symptômes favorables pour recourir à l'inflation dans un but purement fiscal (voir 4^e cas) et à compter sur les bonnes dispositions du marché pour absorber les émissions sans réagir immédiatement (cf. errements du gouvernement français au cours du premier semestre 1920): les effets dangereux de cette politique ne se feront sentir qu'au début de la crise de resserrement qui suivra la période d'essor.

3^e cas : Règlement de dettes extérieures sous le régime du cours forcé.

C'est généralement sous l'empire de préoccupations relatives aux règlements extérieurs qu'un pays se met au régime du cours forcé, c'est-à-dire intronise une « unité monétaire nationale »; il suffit de quelques mesures complémentaires,

1. Nous avons observé que les prix intérieurs montent rapidement en période d'essor des affaires et baissent en période de crise; il en est généralement de même pour le change, dans ses grandes lignes; les indications de ces deux éléments semblent donc contradictoires, relativement au pouvoir d'achat de la devise; cette contradiction disparaît si l'on tient compte de la vitesse de circu-

telles que le retrait des espèces métalliques en circulation, pour que celles-ci soient entièrement affectées à régler ou à garantir les paiements extérieurs (C'est ce qui se passe généralement au début des guerres). Cette mesure présente encore pour l'Etat, au moment même de son adoption, un intérêt fiscal que nous analyserons dans le cas suivant.

Le régime du cours forcé n'entraîne pas par lui-même la dépréciation de la monnaie; mais des organismes doivent être créés, sous la direction ou le patronage de l'Etat, pour servir de régulateurs des cours (en fait, pendant la guerre, l'Etat a pris le monopole des importations et mis tout son crédit dans la balance, les règlements extérieurs ayant eu un caractère plus politique qu'économique); car les particuliers, s'ils n'avaient à leur disposition que des devises nationales et s'ils n'étaient pas aidés par l'Etat qui détient les moyens de paiement internationaux, seraient à la merci des créanciers étrangers : ceux-ci fixeraient à discrétion la prime exigée du débiteur contre l'acceptation de ses devises nationales; il n'y aurait pas de limite à la chute du change, et cela quelle que soit la quantité de papier-monnaie en circulation — puisque le pays considéré est, par hypothèse, au moment donné, débiteur de l'étranger⁽¹⁾.

Il n'y a pas d'exemple d'un gouvernement qui, sous l'unique préoccupation des dettes de l'Etat, ait abandonné ses nationaux à eux-mêmes dans ces conditions; mais il n'est pas douteux que, sous le régime du cours forcé, un gouvernement peut favoriser arbitrairement certains groupes d'individus par les modalités de son intervention sur le terrain des

lation des espèces, dans les conditions ci-dessus indiquées. Nous avons dû renoncer à faire intervenir ce facteur, malgré son importance, dans notre étude analytique, car nous n'avons pas les moyens de le déceler autrement que par ses effets.

1. Nous ne revenons pas ici sur le jeu des arbitrages exposé dans les traités d'Economie politique et duquel il résulte, tout au moins à titre de première approximation et lorsque le marché international fonctionne normalement, que le solde à considérer est celui du pays envisagé sur l'ensemble des autres; nous ne revenons pas non plus sur la discrimination des éléments qui entrent dans la balance des comptes ni sur les difficultés matérielles de leur évaluation.

règlements extérieurs (exemple de l'Allemagne dans les années 1921 et suivantes).

Si le déficit de la balance des comptes se prolonge, les disponibilités — espèces métalliques retirées de la circulation et encaisse antérieure — finissent par s'épuiser; l'Etat, représentant le pays, peut encore battre le rappel des titres sur l'étranger que détiennent ses nationaux et se faire ouvrir des crédits (emprunts, placement de bons du Trésor, exceptionnellement avances de nature politique...) sur les places étrangères. Mais les considérations fiscales aidant (voir le cas suivant), il est bien rare qu'avant même d'avoir usé toutes les autres cordes, il ne soit pas entraîné sur la pente des émissions. Puisqu'il y a dès ce moment cloison étanche entre la monnaie nationale et la monnaie internationale, ces émissions sembleraient devoir influencer uniquement sur la répartition intérieure des richesses et non sur la balance des comptes extérieurs; mais en fait l'étranger accepte d'être payé en devises du pays débiteur moyennant une certaine prime — qui dépend de sa confiance dans le relèvement plus ou moins proche de ce pays; cette prime est indiquée chaque jour par la cotation du change en Bourse⁽¹⁾; elle correspond à une idée de spéculation de la part du créancier, puisque le papier-monnaie qu'il accepte n'a pas d'utilité propre autre part que sur le marché du pays émetteur; nous sommes entrés dès lors dans la période de la *spéculation sur la devise*: ses caractères ont été observés tout au long lors de nos études relatives à l'Allemagne et à la France (voir notamment Section IV Chapitre V); cette spéculation présente de nombreux dangers, mais elle est susceptible de procurer à la nation qui l'exploite des disponibilités fort importantes — l'expérience de l'Allemagne en témoigne.

1. Sur la place du pays créancier, s'il y a une différence d'une place à l'autre.

4^e cas. Le papier-monnaie instrument fiscal.

Nous avons vu que l'intronisation du cours forcé résulte généralement de préoccupations relatives aux règlements extérieurs; il est exceptionnel qu'un Etat y soit poussé, à titre principal, par l'intérêt qu'il y trouve sur le moment en tant que personne fiscale; cependant cette considération joue son rôle au début des crises dont les caisses publiques doivent craindre la répercussion plus ou moins rapide.

Quoi qu'il en soit, cet intérêt n'est pas douteux : l'Etat se procure des espèces métalliques qui ont une valeur certaine, à la fois comme marchandises et comme moyens de paiement internationaux, et ne donne en échange à ses nationaux que du papier-monnaie dont l'utilité est créée gratuitement par un acte de souveraineté, limitée au marché intérieur et d'ailleurs précaire en tant que dépendant de la future politique monétaire du gouvernement.

— Ce n'est pas non plus par des considérations fiscales que le gouvernement est amené le plus souvent, en cas de crise prolongée, à développer les émissions; il faudrait pour cela qu'il envisage sans répugnance ou même qu'il cherche volontairement à provoquer un bouleversement radical dans la répartition des richesses à l'intérieur du pays, qui peut aller jusqu'à l'expropriation pratique des classes possédantes (exemple du régime soviétique en Russie) : à ce point de vue, le développement illimité des émissions est le moyen le plus commode et le plus sûr.

En général ce sont les besoins des règlements extérieurs (voir cas précédent), souvent provoqués par la hausse des prix d'importations en présence d'un déficit persistant de la balance commerciale (voir premier cas), qui engagent le gouvernement dans cette voie. Mais, cette fois-ci encore, l'intérêt fiscal est loin d'être négligeable : dans la mesure où les émissions peuvent être absorbées par le gonflement des transac-

tions ou par la spéculation, il y a bénéfice net pour les caisses publiques, au même titre que lors de l'intronisation du cours forcé; dans la mesure où elles vont provoquer une dépréciation monétaire sous la forme de baisse du change ou de hausse des prix, l'Etat bénéficiera, puisqu'il est le premier à se servir des billets créés, du décalage inévitable et parfois fort important entre l'émission et l'épanouissement de ses effets.

— L'intérêt fiscal disparaîtra cependant peu à peu, si l'inflation devient systématique : le décalage s'annulant sous l'influence du facteur psychologique (de même que le décalage entre le change et les prix intérieurs traité dans le premier cas); par contre la perception des impôts, des taxes de tous ordres, ... sur des bases toujours fuyantes se complique excessivement; la « belle période des émissions » est révolue pour la personne fiscale comme pour le pays lui-même.

5^e cas : *Le papier-monnaie international.*

L'étude de la livre-sterling nous a montré que cette devise s'est stabilisée très sérieusement à partir de 1920⁽¹⁾ et que l'ordre de grandeur de sa dépréciation — le quart de sa valeur — a été la même sur les marchés intérieur et extérieur.

Ainsi le développement des transactions internationales à notre époque — malgré le recul subi depuis 1914 — est tel que la stabilité de la livre a été assurée, dans des circonstances cependant défavorables, par le simple fait qu'elle en constituait le véhicule principal. Et cette stabilité a été presque équivalente à celle du dollar-or pendant la même période.

Le mauvais renom du papier-monnaie est dû aux circonstances qui ont accompagné en général son instauration et aux abus dont son usage a fait l'objet. Son vice essentiel réside en

1. Les variations du change les plus fortes, au début de la crise mondiale de 1920 et au début des paiements allemands en 1921, sont représentées par le rapport de 144 et 137 à 125, soit de 115 et 110 environ à 100; or, entre mai 1920 et juin 1921, le pouvoir d'achat du dollar sur le marché intérieur américain a varié dans la proportion de 272 à 150, soit de 180 à 100.

ce que sa production est le fait du prince : l'Etat émetteur est naturellement enclin à fausser progressivement sa monnaie et à se laisser séduire par les bénéfices immédiats qu'il retirera de cette spéculation facile.

Mais on peut parfaitement concevoir aujourd'hui un papier-monnaie international dont les émissions seraient réglementées par une entente entre les pays ou tout au moins entre un certain nombre d'entre eux (par analogie avec l'Union Latine, lors de la crise du métal-argent); non seulement on cesserait d'immobiliser, à une époque où toutes les ressources sont intensivement exploitées, des quantités importantes d'un métal qui présente une utilité de premier ordre en tant que marchandise, mais encore on éviterait d'une part les variations dans la valeur de l'unité monétaire internationale tenant aux vicissitudes de la production des métaux précieux ou de leur consommation comme marchandises (utilisation des succédanés, de produits comparables tels que le platine), et d'autre part l'exploitation abusive par les gouvernements du droit régalien « de frapper billets ».

*
* *

Avant de passer à un autre ordre d'idées, nous tenons à aller au-devant de l'objection qui pourrait nous être faite de n'avoir considéré que des pays débiteurs; il est facile de se rendre compte que, dans un pays créancier, l'unité monétaire nationale n'a aucune raison de se maintenir avec une valeur distincte du pair (par rapport à l'unité monétaire internationale), tout au moins après la liquidation du passif arriéré; en effet la valeur de la devise nationale ne peut dépasser le gold-point d'entrée, puisque le débiteur reste toujours libre de s'acquitter en monnaie internationale; d'autre part, un change au-dessous du pair ne pourrait résulter que de mesures d'ordre intérieur, telles qu'une excessive inflation; or rien ne justifierait ces mesures, le rétablissement

de la balance des comptes étant lié à celui de la situation économique du pays dans son ensemble, dont les caisses publiques sont elles-mêmes appelées aussitôt à bénéficier ¹.

— Ceci dit, si l'on parcourt les différents chapitres de notre thèse, on vérifie bien que les causes des phénomènes monétaires se ramènent toutes à celles que nous venons de passer en revue et que leurs vicissitudes résultent toujours de combinaisons complexes entre ces causes en nombre très limité.

Les mouvements d'horlogerie les plus perfectionnés, dont la variété est infinie, sont obtenus de même à l'aide d'un petit nombre de rouages simples; aussi ne sommes-nous plus surpris par les productions nouvelles, si ingénieuses qu'elles soient; après y avoir reconnu les pièces essentielles, nous savons vite en discerner l'agencement et en reconnaître le jeu.

Ainsi s'éclaire la marche que nous avons suivie jusqu'ici :

Nous avons disséqué, au cours de notre étude analytique, le plus grand nombre possible de combinaisons complexes, telles que nous les présentait l'observation directe des faits dans une période limitée sans doute, mais fertile en enseignements;

Nous avons reconstitué ensuite, au cours de l'exposé précédent, les rouages élémentaires que nous retrouvons constamment à la base de toutes ces combinaisons;

Il nous reste à isoler les pièces essentielles de ces rouages; elles sont taillées dans trois ordres de matériaux différents : économique proprement dit, fiscal et spéculatif.

Ordre économique.— Nous distinguerons deux groupes économiques : le groupe des produits (marchandises et services) et le groupe des valeurs, ces termes étant prix dans leur sens le plus large.

1. Le cas de l'Allemagne après la guerre ne contredit pas ces remarques, même dans les moments où la balance des comptes a pu être favorable; en effet, l'excédent n'existe que si l'on ne tient pas compte des engagements politiques relativement aux réparations : tant que ceux-ci n'ont pas été répudiés ouvertement, ils pèsent sur la situation financière de l'Etat, même si des mesures plus habiles que scrupuleuses en font différer la réalisation.

Sur un marché limité où joue librement la loi de l'offre et de la demande, le pouvoir d'achat l'unité monétaire en produits diminue ou augmente — toutes choses égales d'ailleurs — suivant que le développement de la consommation est plus ou moins rapide que celui de la production (c'est l'inverse s'il s'agit d'un resserrement).

Avant la guerre, les seules limitations du marché à un moment donné résultaient — du moins pour l'ensemble des principaux pays producteurs qui constituaient de plus en plus une grande communauté économique — des possibilités immédiates de la production et de l'importance des revenus disponibles. Les taxes douanières, d'octroi, etc., faussaient bien le jeu normal des transactions, mais elles ne revêtaient qu'exceptionnellement un caractère prohibitif et ne faisaient, somme toute, qu'accentuer les dénivellations du même ordre résultant des frais de transport.

Dans les mêmes pays soumis aujourd'hui au régime du papier-monnaie, la question est beaucoup moins simple; les dénivellations du change — combinées avec les prohibitions et les protections douanières qui se sont considérablement développées — créent de véritables barrières dont l'importance et l'effet varient d'ailleurs sans cesse; la différenciation des unités monétaires nationales est ainsi à la base du « noyau-tage » des marchés économiques.

Mais les destructions de richesses, dont la crise actuelle est la conséquence directe, obligent les efforts à se porter plus que jamais dans le sens du rendement maximum de la production et par conséquent de sa spécialisation. Aussi aucun pays ne se suffit-il à lui-même et aucun pays ne renonce-t-il à exporter.

Il y a donc lutte constante, au point de vue économique, entre les deux tendances nationaliste et internationaliste, favorisées par des facteurs différents, dérivés eux-mêmes d'une même cause. Il n'est pas possible, dans ces conditions, de suivre l'évolution économique d'un pays en ne considérant que

son marché intérieur; il est indispensable de confronter constamment son évolution propre avec l'évolution du marché mondial, pris dans son ensemble.

C'est bien ainsi que nous avons procédé au cours de notre étude analytique : pour chaque pays, des rapprochements constants entre l'index intérieur et l'indice des importations, entre l'index-or et l'index mondial (américain) nous ont fait apparaître les vicissitudes de l'industrie et du commerce nationaux, comparées à celles de l'industrie et du commerce dans le monde; nous avons fréquemment trouvé dans ces observations d'ordre purement économique l'explication de variations dans le pouvoir d'achat de l'unité monétaire⁽¹⁾; inversement, l'évolution des écarts entre les indices, qu'elle soit subie ou même parfois provoquée, n'est pas sans influencer, en maintes circonstances, sur le développement économique du pays⁽²⁾.

— Ayant défini les relations entre les phénomènes monétaires et le marché des produits, nous allons dire un mot du marché des valeurs à ce même point de vue.

A vrai dire nous avons déclaré dans l'Introduction que le cadre de notre thèse ne nous permettait pas d'entreprendre une étude complète de ce sujet. Nous nous sommes contentés d'observations fragmentaires, ne donnant que des indications d'ordre général et portant de préférence sur les époques les plus tourmentées; nous y avons recherché uniquement les renseignements et les recoupements dont pouvaient bénéficier les observations que nous conduisions sur les objets principaux de notre étude : évolutions économiques, marchés des changes....

Il nous suffit de rappeler ici, à grands traits, les différents aspects sous lesquels ces renseignements nous sont apparus :

— les mouvements d'ensemble dans la cote des titres in-

1. Exemple de la politique britannique de l'index-or entre mi-1920 et mi-1921.

2. Exemple du dumping allemand.

ternationaux⁽¹⁾ exprimée en unité monétaire nationale (sur la place du pays considéré) et la cote des mêmes titres exprimée en monnaie-or sont généralement, à un même moment, dans le même rapport que les devises au cours du change (les divergences sont momentanées et ne s'aperçoivent guère qu'à la lecture des cotes journalières; elles décèlent le jeu imparfait des arbitrages sur le marché troublé de l'après-guerre).

— les mouvements d'ensemble dans la cote des autres valeurs sont commandés par les mouvements dans la cote des titres internationaux exprimée dans la même unité monétaire (sur une même place); toutefois la cote d'une valeur donnée est influencée d'une manière spéciale par les vicissitudes du crédit accordé à son émetteur ou à ses garants; ainsi les mouvements propres des valeurs industrielles soit sur un pays donné, soit sur une certaine catégorie d'entreprises (charbonnages, filatures...) décèlent les vicissitudes propres aux industries de ce pays ou de cette catégorie. De même les fonds d'Etat et garantis par l'Etat (Crédit National...) s'alourdissent ou se relèvent par rapport à l'ensemble de la cote suivant les fluctuations de la confiance dans le relèvement financier du pays; à ce titre, ils sont inspirés par les mêmes causes que la spéculation sur la devise, dont ils suivent en général tout naturellement et spontanément les fluctuations; nous avons déjà dit dans l'« Introduction » que les devises à cours forcé sont, au point de vue du marché international des valeurs, de véritables titres sur l'Etat émetteur.

Ainsi le marché des valeurs n'apporte aucun matériau original à l'édifice monétaire⁽²⁾; ses indications sont liées aux phénomènes économiques proprement dits, aux cotes du change, au crédit et au facteur spéculatif.

1. Sur la définition des termes employés et sur la nature et l'importance du marché des valeurs, consulter le paragraphe de l'Introduction intitulé « prime du dollar ».

2. Ainsi se trouve justifié a posteriori le cas restreint que nous avons fait de ses indications; nous reconnaissons néanmoins avoir restreint de la sorte la notion du « pouvoir d'achat des unités monétaires ».

Ordre fiscal. — Nous avons vu, au cours de notre précédent exposé, que les considérations fiscales immédiates ou médiates étaient toujours à l'origine même du cours forcé et des émissions, mais qu'elles étaient le plus souvent des causes dérivées et non des causes premières.

Le déficit du budget public est donc une caractéristique des pays qui sont entrés dans la voie de l'inflation; inversement l'apparition d'un excédent dans le budget prépare la voie vers l'assainissement monétaire.

Toutefois n'est vraiment en équilibre qu'un budget qui compense toutes ses dépenses par des impôts et ressources normales; l'emprunt, qui procure des ressources immédiates en obérant l'avenir, est un expédient dangereux; de même que nous avons rapproché, sur le marché des valeurs, les devises dépréciées des titres émis par les Etats, de même nous rapprochons les émissions de papier-monnaie et les émissions d'emprunt (nous ne parlons bien entendu ici que des emprunts dits de consommation et non de ceux qui sont couverts par l'affectation de ressources futures, mais certaines); elles impliquent les unes et les autres l'appel au crédit et mettent donc en mouvement le facteur spéculatif, dont nous parlerons tout à l'heure; par là même, si l'emprunt est généralement beaucoup plus recommandable que l'inflation (il a tout au moins l'avantage d'établir une situation nette), son emploi généralisé est presque aussi dangereux; il augmente la charge de la dette publique au lieu de l'alléger et, dès que se manifeste un resserrement des capitaux ou une crise de confiance, la difficulté des placements provoque fatalement le recours aux émissions de billets — à un moment où leurs effets seront particulièrement désastreux.

— Quoi qu'il en soit, la manifestation extérieure d'ordre fiscal est par essence l'inflation.

Les mouvements de l'encaisse décèlent en général une action gouvernementale dans les règlements extérieurs du pays, mais nous avons vu plus haut que celle-ci était indispensable

sous le règne du papier-monnaie inconvertible; toutefois, l'exemple de la Grande Bretagne nous a montré que l'augmentation de l'encaisse pouvait être en certaines occasions une politique efficace dans le sens de la consolidation et ultérieurement de l'assainissement monétaire : par la constitution de réserves qui permettent d'intervenir à tout moment sur le marché extérieur et aussi par la confiance qu'elle inspire au public.

Mais le mode d'action le plus fréquent est celui qui porte sur les émissions; nous avons montré les ressources effectives que celles-ci sont susceptibles de procurer au gouvernement, lorsqu'elles sont conduites avec habileté et avec modération, mais aussi le danger de leurs répercussions, dont le gouvernement n'est plus maître et dont il risque de subir tout le premier le contre-coup.

Car ces émissions sont bien le corollaire du cours forcé et de l'intronisation d'une monnaie nationale; mais elles ne portent pas la responsabilité directe de la dépréciation monétaire qui suit généralement ces mesures — ce n'est pas le changement de vitesse qui cause le ralentissement d'une automobile dans la côte —; inflation et dépréciation sont, à l'origine, les conséquences d'une disproportion entre les disponibilités et les besoins; elles réagissent ensuite l'une sur l'autre et c'est alors qu'entrent en jeu tous les facteurs que nous passons en revue : facteur spéculatif, etc.....

Rappelons enfin qu'à une même époque, l'influence d'une variation brusque dans l'inflation peut être très différente suivant qu'elle se manifeste sous un mode ou sous l'autre (encaisse ou émission), et qu'aucune règle ne peut être fixée *a priori* car elle se renverse d'une époque à l'autre⁽¹⁾.

De tout ce qui précède, il résulte bien que c'est orienter infructueusement ses efforts que de rechercher une relation entre l'inflation ou la circulation et la dépréciation monétaire⁽²⁾.

1. Voir en particulier conclusions de l'année 1921 (septembre-décembre) pour l'Allemagne.

2. Par une sorte d'ironie du sort, la notion quantitative semble n'avoir guère joué, dans la période à laquelle nous nous sommes limités, qu'au moment de l'in-

Mais le fait que les émissions ne sont pas la cause originelle de la dépréciation n'exclut pas la nécessité de réduire ces émissions, bien au contraire. Citons la conclusion de M. Decamps dans son ouvrage sur les changes étrangers : « Si donc l'on veut corriger la situation.... il faut réduire la disproportion entre les disponibilités et les besoins. Pour cela, il y a deux moyens : résorber la surabondance des instruments monétaires; augmenter la production. » Nous ajouterons que la déflation ne se commande pas indépendamment de l'évolution du marché; pas plus que l'inflation n'est à l'origine de la dépréciation, la déflation ne peut être par elle-même à l'origine de l'assainissement monétaire; elle n'est possible que si le développement de la production et le resserrement de la consommation à l'intérieur du pays permettent d'obtenir un excédent des disponibilités sur les besoins; lorsque cette condition n'est pas réalisée la déflation est impossible, ainsi que le confirment les exemples de la France et de l'Angleterre au cours du second semestre 1920 et, dans une moindre mesure, en 1921. Ceci dit, il ne suffit pas que la condition soit réalisée pour que la déflation s'ensuive; il faut encore que le gouvernement ait la volonté bien arrêtée d'utiliser l'excédent des disponibilités à l'amortissement de la dette flottante et d'exiger du pays, au moment où précisément il est possible, l'effort fiscal nécessaire⁽¹⁾.

Il ne nous appartient pas d'examiner ici si cette déflation doit être poursuivie dans tous les cas jusqu'au retour de la convertibilité au pair ancien, quelles qu'en soient les inci-

flation des traites en livres-sterling sur le marché international lors des versements allemands de 1921; il s'agissait en effet d'une opération d'ordre essentiellement politique que rien dans l'évolution économique ne justifiait et à laquelle le marché n'était nullement préparé; dans ce cas exceptionnel, la circulation des traites a augmenté brusquement dans une forte proportion « toutes choses égales d'ailleurs »; c'est cette condition qui n'est jamais réalisée dans les circonstances normales.

1. Il est à l'honneur du Gouvernement Britannique d'avoir poursuivi énergiquement cet effort fiscal, au cours de 1921, alors que la situation était très difficile, et d'en avoir obtenu des résultats sensibles, sinon considérables; c'est au contraire un symptôme très net de la politique allemande que celui de n'avoir pas profité de l'essor industriel, au début de 1920, pour tenter une réduction de la circulation, mais d'avoir seulement arrêté momentanément les émissions.

dences économiques, ou si au contraire, lorsque cette dépréciation a été très forte, la stabilisation seule de la devise et des prix doit être recherchée, aux fins d'instaurer une nouvelle monnaie convertible⁽¹⁾.

Orare spéculatif. — Dans son acception la plus large, le facteur spéculatif est synonyme de facteur psychologique.

A ce titre, il entre en jeu dès la promulgation du cours forcé : l'intronisation du papier inconvertible est beaucoup moins un acte de despotisme qu'une mobilisation portant sur la confiance des particuliers envers l'Etat.

Par la suite, l'influence de ce facteur s'étend de plus en plus et envahit tout le domaine monétaire.

La spéculation sur la devise en est la forme la plus frappante; rappelons que nous avons suffisamment étudié son mécanisme au sujet de la France et de l'Allemagne pour n'avoir pas à y revenir ici.

Nous avons vu qu'il intervient aussi sur le marché des produits et modère en certaines circonstances les prix intérieurs sur les prix d'importations.

Enfin il gouverne toute l'activité financière du pays par le jeu du *crédit* : le crédit est indispensable en effet pour reporter le déficit qui est à la base de la crise monétaire, et l'évolution économique du pays tout entier est fonction de ces vicissitudes; il prend les formes les plus diverses, envahit parfois le domaine politique (exemple des créances interalliées, des avances aux nouveaux Etats issus du Traité de Versailles...) et la spéculation sur la devise n'est au fond qu'un de ses aspects; comme son évaluation est impossible, en raison de sa diversité, il fausse complètement les indications de la balance des comptes et spécialement de la balance commerciale : à coup sûr pour les états débiteurs, et même pour les Etats

1. Cette question ne pourra d'ailleurs se poser pour la France et pour l'Allemagne que lorsque celle des dettes interalliées et des réparations sera définitivement résolue, sur le terrain commercial.

créanciers lorsque la crise est telle que les avances entrent pour une part importante dans leur actif⁽¹⁾.

A la question du crédit se rattache celle du *taux d'intérêt* sur le marché libre qui en reflète l'aspect bancaire; ce taux s'impose à l'Etat qui est généralement gros emprunteur au cours des périodes tourmentées; il éclipse le taux de l'es-compte établi par l'institut d'émission qui, en temps normal, a pour rôle de défendre l'encaisse métallique; enfin il perd lui-même son importance vis-à-vis de l'étranger au fur et à mesure que s'accroît l'instabilité du change: qu'importe, en effet, une variation de quelques centièmes dans la rémunération nominale, si cette rémunération exprimée en or peut varier dans des proportions considérables par le fait du change⁽²⁾?

Toutefois, en certaines circonstances, la différence du loyer de l'argent entre places peut jouer un rôle sur le marché du change, en influant sur le rapatriement des devises appréciées correspondant à des bénéfices commerciaux, ou en favorisant le retrait des capitaux étrangers.

C'est une des incidences qui peut gêner le plus considérablement les gouvernements emprunteurs: en face d'une offensive étrangère déclanchée par le relèvement du taux d'intérêt, le gouvernement emprunteur est placé dans l'alternative ou de relever la rémunération de ses emprunts ou de sacrifier la défense de son change.

1. C'est la considération des débouchés qui rend bien souvent ces avances aussi indispensables au prêteur qu'à l'emprunteur; consenties d'autant plus largement que la crise est plus générale et plus intense, par le fait d'une impérieuse nécessité, elles n'aboutissent pas seulement à un report, mais aussi à une perte sèche, dans la mesure où certains commerçants ou même certains pays étrangers se trouveront finalement insolubles.

2. Ainsi la tentative faite en 1920 par la Grande-Bretagne pour attirer les capitaux étrangers en relevant le taux de l'intérêt sur la place de Londres n'a pas répondu aux espérances, malgré la position de la place sur le marché des capitaux, et a été suivie dès le milieu de 1921 d'un revirement complet; notons que les Etats-Unis — contre lesquels la tentative britannique de 1920 a été dirigée — avaient pris l'offensive en relevant le taux de l'intérêt sur la place de New-York; mais la mesure était normale et bien fondée en ce qui les concernait, le dollar étant au pair de l'or et l'exportation du métal étant autorisée.

* *

Ayant ainsi terminé l'examen des aspects que revêtent et des modes sous lesquels évoluent les phénomènes monétaires, ainsi que des facteurs qui les commandent ou qu'ils mettent en jeu, dans les pays à changes dépréciés tels qu'ils apparaissent tout au moins au cours de l'histoire de trois grands pays, à l'issue de la grande guerre — il nous reste à conclure en exposant l'idée générale qui se dégage de notre étude; cette idée est celle de l'inharmonie entre le système moderne de l'économie mondiale et l'intervention arbitraire d'organisations politiques étroites dans les rouages de ce système.

Qu'il s'agisse de la Grande-Bretagne, de la France, de l'Allemagne ou des Etats-Unis, chaque Etat a manifesté sur des modes différents et à des degrés variables une incompréhension très nette des nécessités économiques de l'époque actuelle.

C'est parce qu'ils connaissaient mieux que les milieux américains la nature et les nécessités des relations internationales, grâce à leur expérience de la technique bancaire et à leur vieille éducation commerciale, que les milieux britanniques ont pu ressaisir dans une large mesure leurs fonctions d'intermédiaires des transactions, avant même que la livre ne soit stabilisée, et qu'ils ont su ensuite profiter de leur position mondiale pour assurer rapidement cette stabilisation. Mais la Grande-Bretagne n'a elle-même pas compris son rôle d'une façon suffisamment large; elle n'a pas eu l'idée des sacrifices nécessaires pour conserver la clientèle des pays les plus atteints et pour assurer le recouvrement commercial des créances politiques; il ne faut pas oublier qu'aussitôt après l'armistice, c'est elle qui a pris l'initiative de suspendre les avances de Trésorerie à ses Alliés et qu'elle a ainsi donné le signal du repliement des égoïsmes nationaux; son attitude a grandement contribué à provoquer le retrait de l'aide américaine dès 1919. De même, en s'assurant dans la suite, par une

trop grande habileté politique, une part des réparations et des premiers versements allemands disproportionnée avec ses sacrifices, elle a été responsable, pour une large part, du marasme des affaires continentales dont l'effet s'est fait sentir dans le monde entier et du fossé qui s'est creusé entre l'Allemagne et la France, avec ses conséquences : politique allemande du moindre effort et finalement actions isolées de la France.

La Société des Nations, issue du Traité de Paix et des aspirations pacifiques des peuples à la suite de la guerre, n'a pas réalisé jusqu'ici l'union politique des grands Etats. Si désirable que soit la réalisation progressive et prudente de cette union, elle est moins urgente que le rétablissement des relations économiques entre les peuples sur une base plus large encore que celle d'avant-guerre ; les possibilités de développement et de vie même de la civilisation actuelle sont menacées par l'isolement des nations à l'intérieur de leurs barrières économiques ; or nulle barrière n'est plus forte que celle qui résulte de la disproportion entre les valeurs respectives des unités monétaires nationales ; la restauration de l'ensemble des systèmes monétaires est la condition préalable à la pleine reprise de l'activité industrielle et commerciale dans le monde ; mais, sans parler ici de la liquidation de l'après-guerre (réparations et dettes interalliées), elle ne sera elle-même possible, d'une manière permanente et solide, que si l'ensemble des Etats est décidé à l'obtenir en abandonnant, pour la cause des relations économiques internationales, certaines prérogatives régaliennes en matière économique ; ces prérogatives sont défendues âprement par les susceptibilités nationales, mais n'en sont pas moins des anachronismes appelés à disparaître, comme le furent en leur temps les prérogatives seigneuriales à l'intérieur des pays unifiés.

BIBLIOGRAPHIE

I. — Renseignements statistiques¹.

Changes sur la place de New-York.

Changes sur la place de Genève 1918-19.

Statistique Générale de la France (index-number français).

Statistisches Reichamt (index number allemand).

Publications du Board of Trade (index-number de la Grande-Bretagne;
exportations invisibles en 1920 et 1922).

Publications du Federal Bureau of Labor (index-number des Etats-
Unis).

Publications du Trésor français (recouvrements d'impôts).

Publications du Trésor britannique (recouvrements d'impôts).

Statistiques administratives des douanes et du commerce extérieur
français.

Statistiques du Commerce extérieur anglais.

Labour Gazette : Statistiques du chômage anglais.

Bilans des Clearing Houses.

Statistiques des émissions de Currency Notes.

Livre blanc du 28 mai 1919 (coût de la guerre pour la Grande-Bretagne).

Communication du 5 mai 1920 à l'Académie d'Agriculture française.

Rapport de M. H. Béranger à la Commission financière du Sénat
(budget 1922).

Bilans hebdomadaire de la Banque de France.

Bilans hebdomadaires de la Banque d'Angleterre.

Bilans hebdomadaires de la Reichbank.

1. Nous devons la grande majorité de ces renseignements à M. René Théry, rédacteur en chef de l'*Economiste Européen*, qui a mis à notre disposition les collections complètes de cette publication et tous les moyens d'information; nous lui adressons ici très amicalement nos remerciements les plus sincères.

- Théry (Edmond).** — Les conséquences économiques de la guerre pour la France (*Economiste Européen*).
 — L'année 1920 en Angleterre au point de vue économique et fiscal (*Economiste Européen*).
 — L'effort fiscal de la France en 1920 (cours 1921 de licence, 2^e année).

II. — Thèses et ouvrages divers.

- Le système monétaire et le change anglais depuis la guerre** (Thèse Mawas, 1921).
Rapport des changes avariés et des règlements extérieurs (Thèse René Théry, 1912).
Le retour à l'étalon d'or comme moyen de rétablissement des changes (Thèse Cosasesco, 1920).
Le rôle des monnaies dans le commerce international et la théorie quantitative (Thèse Nogaro, 1904).
Les changes étrangers (Decamps).
Emission d'un billet de banque international (*Monde Nouveau*, juin 1919) (B. Nogaro).
Critique du billet de banque international (*Monde nouveau*, septembre 1919) (Yves Guillot).
Contribution à une théorie réaliste de la monnaie (*Revue d'Economie politique*, 1906) (B. Nogaro).
Conférence parlementaire internationale du Commerce (Paris, 4-7 mai 1919, Vœux).
-

INFLATION — ALLEMAGNE

Chiffres en millions de marks, extraits de la situation hebdomadaire de la Reichbank.

Le chiffre représentatif de l'inflation N est donné par le rapport $\frac{C}{1,3 A} \times 100$ (C étant la circulation, A l'encaisse) : il est tel qu'il serait précisément égal à 100 pour la moyenne du premier semestre 1914.

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1918				
15 novembre ..	17.454	2.550	21	522
23 — ..	17.905	2.309	20	600
30 — ..	18.610	2.308	20	616
7 décembre ..	19.175	2.308	20	640
14 — ..	20.006	2.305	20	660
22 — ..	21.214	2.263	20	710
31 — ..	22.188	2.262	20	745
1919				
7 janvier	22.337	2.260	19	755
15 —	22.526	2.257	19	760
23 —	23.392	2.255	20	790
31 —	23.638	2.254	25	800
7 février	23.666	2.252	20	800
15 —	23.761	2.250	21	800
22 —	23.747	2.247	21	815
28 —	24.103	2.246	21	815
7 mars	24.248	2.244	21	820
15 —	24.351	2.240	21	820
23 —	24.502	2.188	21	850
31 —	25.491	1.916	21	1010
7 avril	25.495	1.914	21	1010
15 —	25.871	1.912	21	1020
23 —	25.875	1.912	21	1030
30 —	26.629	1.756	21	1155
7 mai	26.722	1.750	21	1160
15 —	26.958	1.725	21	1185
23 —	27.287	1.527	20	1370
31 —	28.245	1.516	20	1420
6 juin	28.218	1.302	20	1640
15 —	28.275	1.152	20	1860
23 —	29.108	1.118	20	1950
30 —	29.968	1.116	20	2030

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1919				
7 juillet	29.818	1.115	20	2060
15 —	29.596	1.113	20	2050
23 —	29.345	1.112	20	2030
31 —	29.269	1.109	20	2030
7 août	28.856	1.108	20	2000
15 —	28.555	1.107	20	1980
23 —	28.254	1.105	20	1960
30 —	28.492	1.103	20	1980
6 septembre ..	28.822	1.102	20	2000
15 — ..	28.411	1.099	20	2000
23 — ..	28.619	1.097	20	2000
30 — ..	29.784	1.097	19	2080
7 octobre	29.862	1.097	19	2090
15 —	29.987	1.095	20	2100
23 —	30.223	1.095	20	2120
31 —	30.929	1.094	20	2160
7 novembre ..	31.075	1.093	20	2180
15 — ..	31.124	1.092	21	2180
22 — ..	31.319	1.091	21	2190
29 —	31.906	1.091	21	2200
6 décembre ..	32.460	1.090	22	2300
15 — ..	32.875	1.090	21	2320
23 — ..	34.127	1.090	21	2400
31 — ..	35.698	1.089	21	2520
1920				
7 février	38.039	1.090	21	2700
15 —	38.778	1.090	21	2720
23 —	39.520	1.091	24	2760
29 —	41.034	1.091	24	2870
7 mars	41.648	1.091	27	2920
15 —	42.505	1.091	32	2980
23 —	43.347	1.091	37	3030
31 —	45.170	1.091	43	3150
7 avril	45.617	1.091	46	3206
15 —	45.706	1.092	69	3206
23 —	46.228	1.092	3	3250
30 —	47.940	1.092	3	3380
7 mai	48.393	1.902	3	3380
15 —	48.948	1.092	3	3450
23 —	49.127	1.092	4	3450
31 —	50.017	1.092	4	3540
7 juin	50.649	1.092	3	3570
15 —	50.809	1.092	3	3570
23 —	51.566	1.092	3	3600

DATES	C	A. — ENCAISSE		N
	CIRCULATION	OR	ARGENT	INFLATION
1920				
30 juin	53.975	1.092	3	3800
7 juillet	54.045	1.092	4	3800
15 —	53.847	1.092	4	3800
23 —	53.983	1.092	6	3800
31 —	55.769	1.092	6	3920
7 août	56.061	1.092	7	3920
14 —	56.462	1.092	7	4000
23 —	56.653	1.092	8	4000
31 —	58.653	1.092	7	4150
7 septembre ..	58.752	1.092	7	4150
15 — ..	58.928	1.092	7	4200
23 — ..	59.924	1.092	7	4240
30 — ..	61.735	1.092	7	4350
7 octobre	62.078	1.092	7	4350
15 —	62.129	1.092	7	4350
23 —	62.066	1.092	7	4350
30 —	63.596	1.092	7	4500
6 novembre ..	63.600	1.092	7	4500
15 — ..	63.104	1.092	7	4450
23 — ..	62.593	1.092	7	4410
30 — ..	64.284	1.092	7	4550
7 décembre ..	64.685	1.092	7	4600
15 — ..	65.149	1.092	7	4600
23 — ..	67.126	1.092	7	4730
31 — ..	68.805	1.092	7	4850
1921				
7 janvier	67.976	1.092	6	4800
15 —	66.547	1.092	6	4700
22 —	66.018	1.092	7	4650
31 —	66.621	1.092	6	4700
7 février	66.483	1.092	7	4700
15 —	65.934	1.092	7	4650
23 —	65.520	1.092	7	4650
28 —	67.427	1.092	8	4750
7 mars	67.908	1.092	9	4800
15 —	67.485	1.092	9	4750
23 —	67.648	1.092	9	4750
31 —	69.317	1.092	9	4900
7 avril	69.235	1.092	9	4900
15 —	68.736	1.092	9	4850
23 —	68.379	1.092	9	4750
30 —	70.840	1.092	9	5000
7 mai	71.114	1.092	9	5000
15 —	70.834	1.092	9	5000

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1921				
23 mai	69.724	1.092	9	4920
31 —	71.839	1.092	9	5100
7 juin	72.145	1.092	9	5100
15 —	71.884	1.092	10	5100
23 —	71.986	1.092	11	5100
30 —	75.321	1.092	11	5300
7 juillet	75.839	1.092	11	5300
15 —	75.253	1.092	11	5300
23 —	74.997	1.092	14	5300
30 —	77.291	1.092	14	5450
6 août	77.655	1.092	14	5450
15 —	77.396	1.092	15	5450
23 —	77.191	1.092	17	5450
31 —	80.073	1.024	17	6000
7 septembre ..	80.727	1.024	17	6050
15 — ..	81.470	1.024	17	6100
23 — ..	82.179	1.024	17	6150
30 — ..	86.394	1.024	16	6450
7 octobre	87.462	1.024	16	6500
15 —	87.728	1.024	15	6550
23 —	88.144	1.024	16	6600
31 —	91.528	994	14	7100
7 novembre ..	92.610	994	15	7150
15 — ..	95.186	994	15	7400
23 — ..	96.464	994	14	7450
30 — ..	100.944	994	13	7800
7 décembre ..	102.790	994	12	8000
15 — ..	104.267	994	11	8150
23 — ..	108.995	994	10	8400
31 — ..	113.693	995	12	8700

INFLATION. — GRANDE-BRETAGNE

Le chiffre des Currency Notes n'étant fourni qu'à la fin de chaque mois (exception faite pour la date du 13 novembre), nous n'avons pu établir le chiffre représentatif de l'inflation anglaise que mois par mois ; nous avons considéré dans ces conditions qu'il suffisait de faire les calculs pour les totaux mensuels exprimés en *millions de livres-sterling* (les bilans sont donnés en milliers de livres) : nous avons toutefois tenu compte des demi-millions.

Le chiffre représentatif de l'inflation N est donné par le rapport $\frac{C}{A} \times 100$, A étant l'encaisse de la Banque d'Angleterre (or monnayé et lingots) et C la circulation totale à chaque date (somme de la circulation de Currency Notes C¹ et de la circulation C² figurant au bilan de la Banque d'Angleterre) : ce chiffre est tel qu'il serait égal à 100 si la circulation était égale à l'encaisse.

DATES	C. — CIRCULATION		A	N
	C ¹ CURRENCY N.	C ² BANCAIRE	ENCAISSE	INFLATION
1918				
13 novembre ..	294	65	74,5	480
fin novembre ..	296,5	66	76	475
fin décembre ..	323	70,5	79	500
1919				
fin janvier	307,5	69,5	81	465
février	315	70,5	81,5	475
mars	328	73,5	84	495
avril	348,5	77	85,5	500
mai	344	77	86	490
juin	342,5	78	88	480
juillet	339	79,5	88,5	475
août	331	80	88	470
septembre ..	335	81,5	88	475
octobre	336,5	84,5	88	480
novembre ..	338,5	86,5	88	485
décembre ..	356	91,5	91,5	490

DATES	C. — CIRCULATION		A	N
	C 1 CURRENCY N	C 2 BANCAIRE	ENCAISSE	INFLATION
1920				
fin janvier	329,5	88,5	100	420
février	325	96,5	110,5	380
mars	335,5	105,5	112	395
avril	337,5	108	112,5	395
mai	348,5	111,5	112,5	410
juin	357,5	120	118	405
juillet	355	125,5	132	390
août	351	125	132	385
septembre ..	350,5	127,5	132	390
octobre	353	127,5	132	395
novembre ..	348	128	124	385
décembre ..	365	133	128	390
1921				
fin janvier	340	128,5	128,5	365
février	333,5	127,5	128,5	360
mars	341,5	130	128,5	365
avril	336	128,5	128,5	360
mai	329	128	128,5	355
juin	322	129	128,5	350
juillet	323	128,5	128,5	350
août	317,5	127	128,5	345
septembre ..	212,5	125	128,5	340
octobre	309,5	124	128,5	335
novembre ..	311	125	128,5	340
décembre ..	324	126,5	128,5	350

INFLATION — FRANCE

Chiffres en millions de francs, extraits de la situation hebdomadaire de la Banque de France. Le chiffre représentatif de l'inflation n'est donné par le rapport $\frac{C}{1,4 A} \times 100$ (C étant la circulation, A l'encaisse): il est tel qu'il serait précisément égal à 100 pour la moyenne du premier semestre 1914.

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1918				
15 novembre ..	30.571	5.448	319	370
21 — ..	30.192	5.452	319	365
28 — ..	29.072	5.462	319	350
5 décembre ..	28.733	5.468	320	350
12 — ..	29.028	5.471	319	350
19 — ..	29.271	5.473	319	350
26 — ..	30.250	5.478	318	350
1919				
3 janvier	32.789	5.356	247	415
9 —	31.567	5.492	317	385
16 —	31.700	5.496	317	385
23 —	31.794	5.499	317	390
31 —	31.983	5.505	316	390
6 février	32.367	5.508	316	400
13 —	32.507	5.511	315	400
20 —	32.492	5.525	314	400
27 —	32.717	5.527	314	400
7 mars	33.092	5.537	314	410
13 —	33.234	5.538	314	410
20 —	33.262	5.540	314	410
28 —	33.372	5.543	313	410
3 avril	33.737	5.544	312	415
10 —	33.998	5.545	311	415
16 —	33.975	5.546	311	415
22 —	33.748	5.546	311	415
1 mai	34.100	5.547	311	420
8 —	34.430	5.548	309	420
15 —	34.324	5.548	308	420
22 —	34.134	5.549	307	420
30 —	34.061	5.550	307	420
6 juin	34.371	5.550	307	420
12 —	34.449	5.550	306	420
19 —	34.450	5.551	305	420
26 —	34.443	5.551	304	420
3 juillet	34.753	5.551	303	430

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1919				
10 —	35.008	5.556	302	430
17 —	34.977	5.566	301	430
24 —	34.932	5.566	308	430
31 —	35.025	5.567	300	430
7 août	35.259	5.568	299	430
14 —	35.156	5.572	299	430
21 —	35.064	5.572	298	430
28 —	35.090	5.572	297	430
4 septembre ..	35.456	5.572	296	435
11 —	35.682	5.572	295	435
18 —	35.655	5.573	294	435
26 —	35.787	5.574	293	435
3 octobre	36.256	5.574	291	440
9 —	36.726	5.575	291	440
16 —	36.799	5.574	290	440
23 —	38.769	5.575	289	460
30 —	36.974	5.576	288	450
6 novembre ..	37.419	5.576	287	460
14 —	37.395	5.576	286	460
20 —	37.395	5.576	286	460
27 —	37.424	5.577	284	460
4 décembre ..	37.756	5.577	280	465
11 —	37.678	5.578	276	465
18 —	37.678	5.578	272	465
25 —	37.275	5.579	268	460
1920				
2 janvier	37.055	5.486	318	460
8 —	38.010	5.579	265	465
15 —	37.901	5.579	262	465
22 —	37.679	5.580	256	465
30 —	37.583	5.580	245	465
5 février	38.042	5.581	254	465
12 —	37.987	5.581	254	465
19 —	37.959	5.581	253	465
26 —	37.889	5.582	251	465
4 mars	38.856	5.582	252	480
11 —	38.465	5.583	250	470
18 —	38.160	5.583	249	470
25 —	37.569	5.584	247	465
1 avril	38.334	5.585	245	465
7 —	38.507	5.585	244	465
15 —	38.434	5.586	242	465
22 —	38.327	5.586	246	465
29 —	38.688	5.586	244	465

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1920				
6 mai	38.249	5.587	243	470
14 —	38.138	5.587	241	465
20 —	38.052	5.587	240	465
27 —	37.915	5.587	240	465
3 juin	38.173	5.587	240	465
10 —	38.157	5.587	240	465
17 —	37.843	5.587	241	465
24 —	37.544	588	241	465
1er juillet	37.763	5.588	242	465
8 —	38.012	5.589	247	465
15 —	38.101	5.589	248	465
22 —	37.765	5.589	248	465
29 —	37.696	5.589	248	465
5 août	38.213	5.589	248	470
12 —	38.045	5.590	248	465
19 —	37.900	5.590	254	465
26 —	37.905	5.590	255	465
2 septembre ..	38.333	5.591	255	470
9 —	38.622	5.571	255	470
16 —	38.666	5.521	255	470
25 —	38.690	5.490	261	470
2 octobre	39.208	5.480	256	480
7 —	39.567	5.481	256	485
14 —	39.527	5.482	263	485
21 —	39.290	5.484	264	480
28 —	39.084	5.486	264	480
4 novembre ..	39.646	5.487	264	485
13 —	39.619	5.489	271	485
18 —	39.257	5.490	260	480
26 —	38.809	5.492	265	480
2 décembre ..	38.573	5.495	259	480
9 —	37.920	5.498	263	470
16 —	37.509	5.599	265	470
23 —	37.444	5.500	266	470
30 —	37.902	5.500	266	470
1921				
6 janvier	38.590	5.501	266	480
13 —	38.463	5.501	265	480
20 —	38.153	5.268	268	470
27 —	37.913	5.502	269	470
3 février	38.205	5.502	269	470
10 —	38.272	5.502	267	470
17 —	38.072	5.503	263	470
24 —	37.808	5.503	264	470

DATES	C CIRCULATION	A. — ENCAISSE		N INFLATION
		OR	ARGENT	
1921				
3 mars	38.146	5.503	265	470
10 —	38.366	5.504	266	470
17 —	38.245	5.504	265	470
24 —	38.133	5.504	265	470
31 —	38.435	5.504	267	480
6 avril	38.696	5.505	268	480
14 —	38.529	5.505	270	480
21 —	38.283	5.509	271	470
28 —	38.211	5.505	271	470
6 mai	38.833	5.518	272	480
12 —	38.742	5.518	272	480
19 —	38.455	5.518	272	480
26 —	38.233	5.519	272	470
2 juin	38.982	5.519	273	480
9 —	38.375	5.519	273	470
16 —	37.972	5.520	274	470
23 —	37.494	5.520	274	465
30 —	37.422	5.520	274	465
7 juillet	37.667	5.520	274	465
15 —	37.556	5.521	275	465
21 —	37.270	5.521	275	465
28 —	36.941	5.521	275	460
4 août	37.365	5.521	276	460
11 —	37.226	5.522	276	460
18 —	36.983	5.522	276	460
25 —	36.783	5.522	277	455
1 ^{er} septembre ..	37.025	5.522	277	460
8 — ..	37.254	5.522	277	460
15 — ..	37.128	5.532	277	460
22 — ..	36.921	5.532	278	460
29 — ..	37.129	5.532	278	460
6 octobre	37.792	5.532	278	465
12 —	37.612	5.532	278	465
20 —	37.407	5.524	278	465
27 —	37.154	5.524	278	460
3 novembre ..	37.522	5.524	279	465
10 — ..	37.376	5.524	279	460
17 — ..	36.719	5.524	279	450
24 — ..	36.336	5.524	279	450
1 ^{er} décembre ..	36.449	5.524	279	450
8 — ..	36.666	5.524	279	450
15 — ..	36.407	5.524	279	450
22 — ..	36.246	5.524	280	440
29 — ..	36.487	5.525	280	450

TABEAU DES INDICES

DATES	Index des Etats- Unis	ALLEMAGNE			FRANCE			GRANDE-BRETAGNE			
		Prime de l'or	Index number	Index or	Prime de l'or	Index number	Index or	Prime de l'or	Index number	Index or	Indice des impor- tations
1918 novembre	206										I
décembre	207										210
1919 janvier ..	203	206	262,2	127	105,1	366	349	349	102	241	241
février ..	197	233	270,4	116	105,1	360	338	338	102	258	253
mars	201	255	274,1	108	105,2	348	312	312	102	248	243
avril	203	314	286	91	115	343	317	317	103	244	201
mai	207	323	296	92	122	339	294	294	104	254	246
juin	207	332	307	93	123	332	272	272	105	252	242
juillet ...	219	336	339	100	133	336	274	274	105	236	225
août	228	425	422	99	148	355	240	240	109	242	227
septembre	221	539	493	92	164	367	224	224	114	257	222
octobre ..	223	647	562	87	167	367	224	224	116	261	228
novembre	230	914	678	74	181	390	234	234	116	274	236
décembre	238	1136	802	71	206	413	228	228	119	289	242
1920 janvier ..	248	1482	1255,7	81	206	432	210	210	127	297	234
février ..	249	2140	1685,1	84	225	497	221	221	132	306	232
mars	253	1904	1709,4	90	276	533	200	200	135	316	218
avril	266	1461	1567	103	273	566	207	207	132	322	244
mai	272	1120	1508,2	134	308	600	194	194	125	321	257
juin	269	923	1382,4	150	281	562	200	200	126	321	257
juillet ...	262	934	1366,5	146	243	503	207	207	123	319	253
août	250	1145	1449,8	126	242	506	209	209	125	338	275
septembre	242	1399	1498,4	107	264	512	194	194	135	347	278
octobre ..	225	1597	1465,9	92	289	537	185	185	135	336	242
novembre	207	1724	1509,2	87	294	512	174	174	139	331	238
décembre	189	1732	1439,7	83	316	470	148	148	140	321	232
1921 janvier ..	177	1600	1439	89	330	444	134	134	141	313	222
février ..	167	1440	1376	95	330	444	135	135	140	302	216
mars	162	1500	1338	89	307	385	144	144	131	251	191
avril	154	1490	1326	89	275	367	133,5	133,5	130	230	184
mai	151	1470	1308	89	267	354	132	132	125	215	172
juin	148	1650	1366	83	240	354	145	145	124	209	168
juillet ...	148	1850	1428	77	247	332	138	138	122	205	168
août	152	2010	1917	95	250	337	136	136	129	202	157
septembre	152	2530	2067	82	267	338	135	135	134	198	148
octobre ..	150	3485	2460	71	267	338	132	132	133	194	146
novembre	149	6210	3416	55	268	338	126	126	131	191	146
décembre	149	4375	3487	80	243	339	126	126	127	184	145
						333	137	137	123	176	143
						243			116	171	147
											173

Pour chaque pays, la prime de l'or mensuelle (chiffre B) a été établie en prenant la moyenne des cotes hebdomadaires qui ont servi à établir les courbes; l'index-or (chiffre O) est donné par l'expression $\frac{B}{O} \times 100$; l'indice des importations (chiffre I) est donné par l'expression $\frac{B \times C}{I \times 100}$.

CIRCULATION ET ENCAISSE EN 1914 (Premier Semestre)

DATES	CIRCULATION	ENCAISSE	DATES	CIRCULATION	ENCAISSE	CIRCULATION	ENCAISSE
1914			1913				
2 janvier ..	6.035	4.146	23 décembre	2.553	1.845	207	97
8 — ..	6.017	4.142	31 —	3.242	1.808	200	92
15 — ..	6.011	4.147	7 janvier 1914	2.879	1.861	202	97
22 — ..	5.877	4.165	15 —	2.564	1.949	201	104
29 — ..	5.894	4.174	23 —	2.406	2.000	200	104
5 février ..	6.129	4.199	31 —	2.566	1.969	170	86
12 — ..	5.845	4.121	7 février	2.399	1.985	173	91
19 — ..	5.800	4.235	14 —	2.282	2.037	177	92
26 — ..	5.763	4.144	23 —	2.168	2.085	180	93
5 mars	5.947	4.246	28 —	2.442	2.015	175	80
12 —	5.813	4.247	7 mars	2.321	2.020	180	83
19 —	5.803	4.255	15 —	2.244	2.049	187	86
26 —	5.743	4.257	23 —	2.231	2.067	100	90
2 avril	5.950	4.243	31 —	3.035	1.974	198	87
9 —	5.943	4.250	7 avril	2.772	1.977	203	91
16 —	5.922	4.259	15 —	2.546	2.034	208	95
23 —	5.805	4.272	23 —	2.394	2.115	209	97
30 —	6.038	4.286	30 —	2.627	2.071	179	83
7 mai	5.895	4.296	7 mai	2.508	2.069	181	84
14 —	5.844	4.303	15 —	2.389	2.093	188	87
22 —	5.792	4.334	23 —	2.299	2.108	168	89
28 —	5.812	4.364	31 —	2.517	2.043	169	80
4 juin	5.131	4.400	7 juin	2.387	2.063	176	84
11 —	5.950	4.461	15 —	2.293	2.109	180	89
18 —	5.917	4.517	23 —	2.256	2.140	185	91
25 —	5.850	4.614	30 —	3.008	3.038	192	85
152.528	111.077		65.328	52.524	4.888	2.337	

FRANCE. — Rapport moyen de la circulation à l'encaisse : $\frac{153.528}{111.077} = 1,37$ environ; nous prendrons 1,4.

ALLEMAGNE. — Rapport moyen de la circulation à l'encaisse : $\frac{65.328}{52.524} = 1,28$ environ; nous prendrons 1,3 (remarquons que le rapport était de 1,36 le 30 juin).

GRANDE-BRETAGNE. — Nous n'avons pas établi les tableaux correspondants; nous avons en effet constaté que le rapport de la circulation à l'encaisse était très inférieur à l'unité; il ne présente dès lors aucun intérêt.

NOTA. — Tous les chiffres de ce tableau sont établis en millions de francs, les changes étant supposés au pair.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
Table des matières	
Introduction	7
Section I. — <i>Chapitre unique.</i> — Novembre 1918-mars et avril 1919	25
Section II. — L'ALLEMAGNE	45
<i>Chapitre I.</i> — Situation générale	45
<i>Chapitre II.</i> — Mars 1919 à février 1920	57
<i>Chapitre III.</i> — Février 1920 à janvier 1921	73
<i>Chapitre IV.</i> — Janvier 1921 à janvier 1922	89
<i>Chapitre V.</i> — Conclusions générales	115
Section III. — LA GRANDE-BRETAGNE	121
<i>Chapitre I.</i> — Situation générale	121
<i>Chapitre II.</i> — Mars 1919 à février 1920	131
<i>Chapitre III.</i> — Février 1920 à janvier 1921	151
<i>Chapitre IV.</i> — Janvier 1921 à janvier 1922	174
<i>Chapitre V.</i> — Conclusions générales	200
Section IV. — LA FRANCE	217
<i>Chapitre I.</i> — Situation générale	217
<i>Chapitre II.</i> — Mars 1919 à février 1920	258
<i>Chapitre III.</i> — Février 1920 à janvier 1921	261
<i>Chapitre IV.</i> — Janvier 1921 à janvier 1922	289
<i>Chapitre V.</i> — Conclusions générales	315

	Pages
Section V. — Quelques Considérations d'ordre général	325
BIBLIOGRAPHIE	349
TABLEAUX. — Allemagne	351
Grande-Bretagne	355
France	357
Indices	361
Circulation et encaisse en 1914	362
COURBES. — Allemagne 1918-19.	
Allemagne 1919-21.	
Grande-Bretagne.	
France.	
Indices des importations.	
Index-or.	

Vu et permis d'imprimer ..

Le Recteur
de l'Académie de Paris,

A. APPEL.

Vu :

Le Doyen,

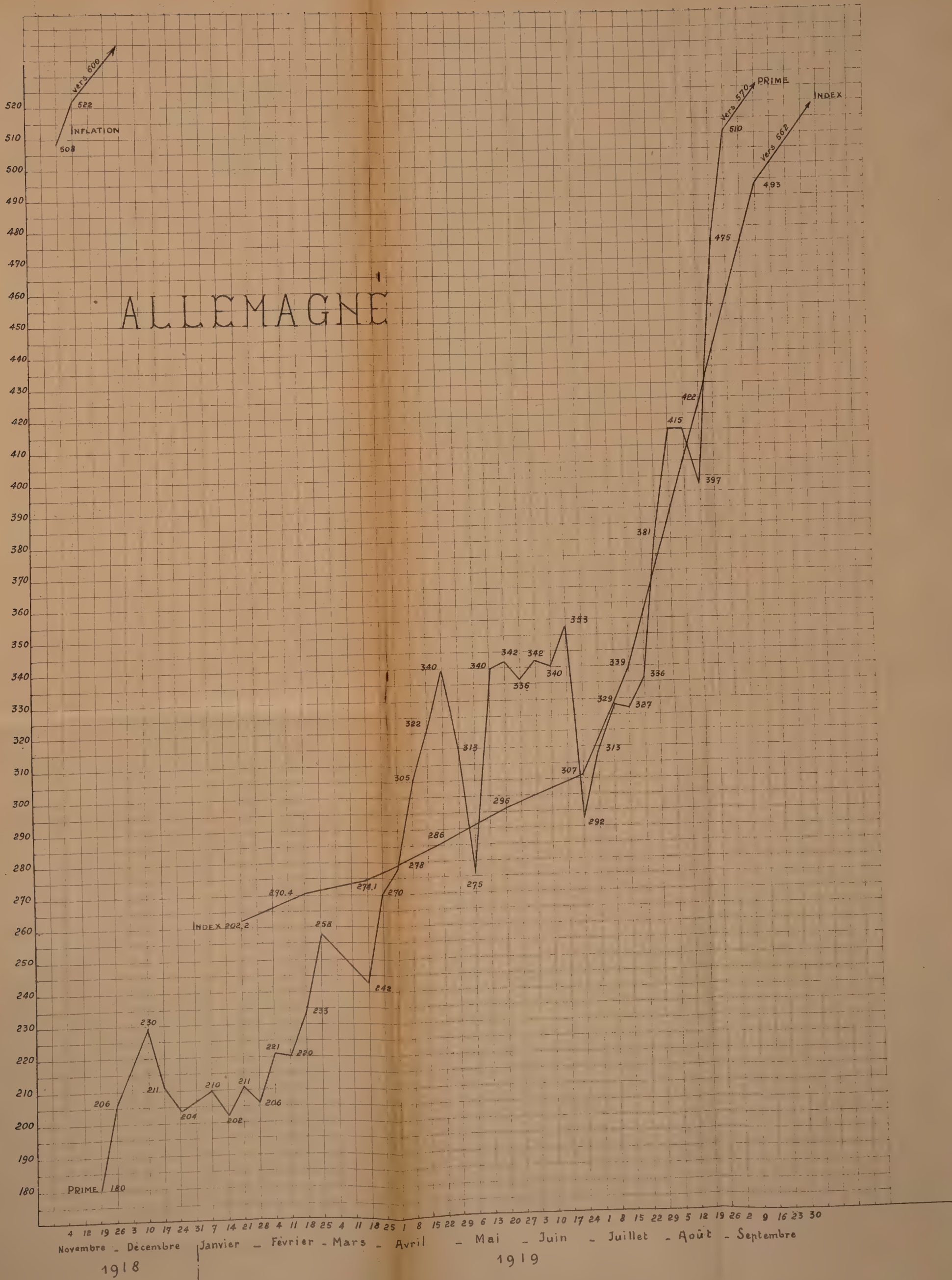
H. BERTHÉLEMY.

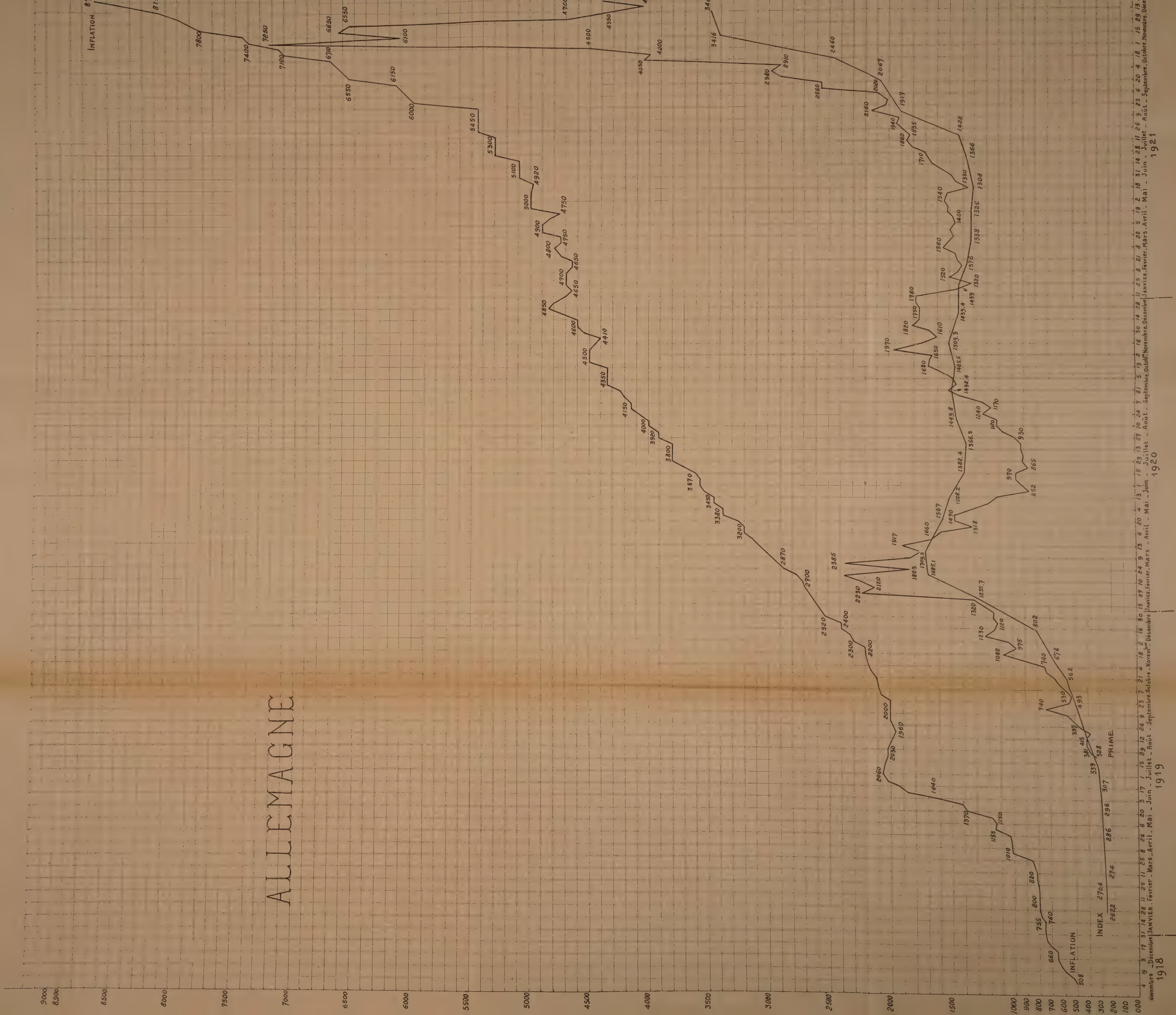
Vu :

Le Président de la thèse

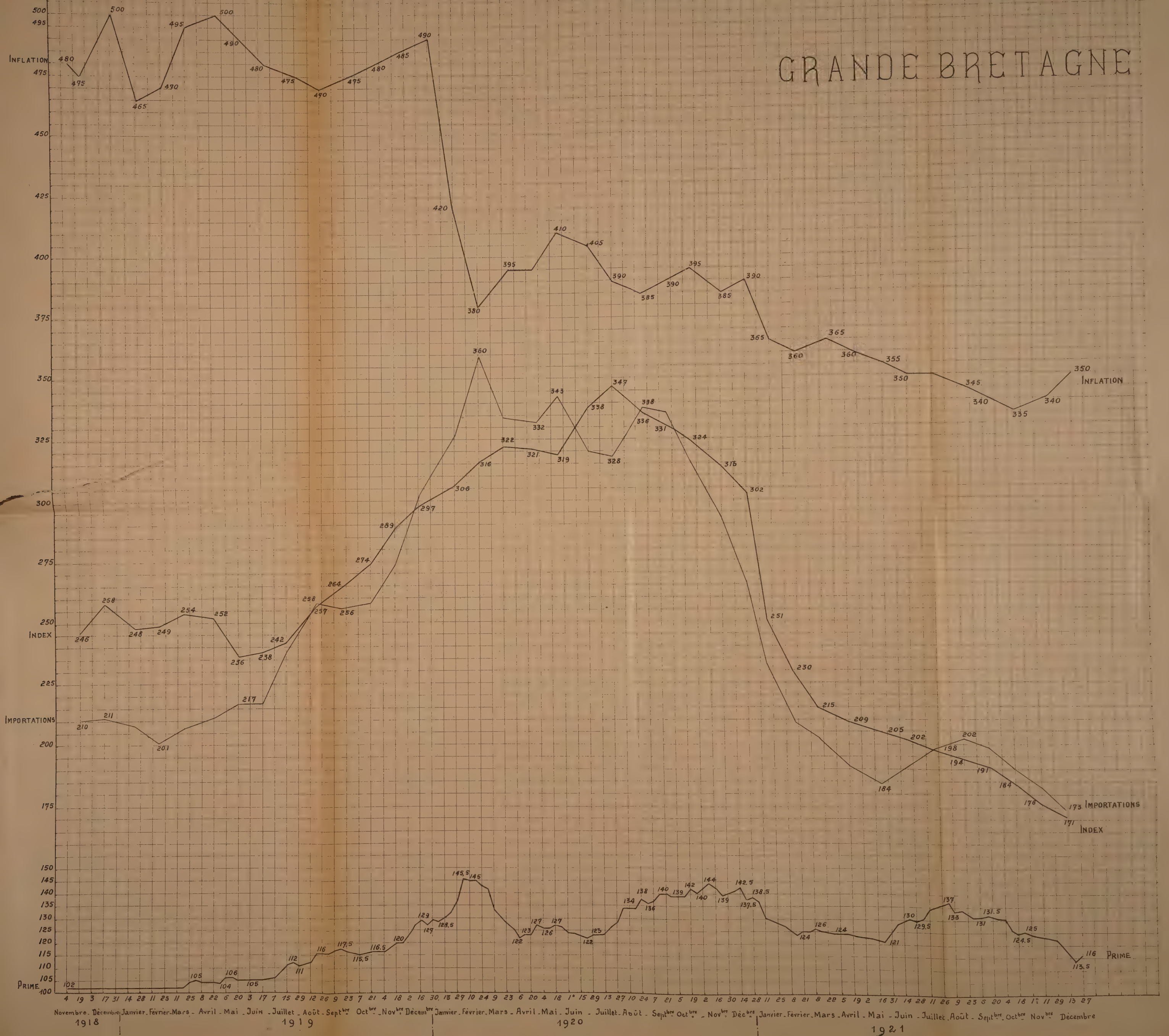
C. PERREAU.

Imprimerie J. Bière 18-20-22 rue du Peugue. — Bordeaux





GRANDE BRETAGNE





FRANCE

